

# Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR

EXPLORING HOW BRAZILIAN CAPITALISM IS TIED: THE FORM AND THE CONTENT OF BNDESPAR'S CORPORATE GOVERNANCE STRATEGIES

Sarah M. Matos Marinho<sup>1</sup>

## Resumo

O artigo investiga as estratégias societárias utilizadas pela BNDESPAR para atuar como acionista nas companhias abertas brasileiras. A literatura de Direito e Desenvolvimento divide suas análises em três momentos: aquele em que o protagonismo estatal no processo de desenvolvimento econômico era consenso; o período subsequente, em que as transações de mercado foram priorizadas na formulação de política; e o atual momento, que comporta um ambiente de coordenação entre ferramentas públicas e privadas para o desenvolvimento e questiona a instrumentalidade do Direito. Embora a regulação voltada ao mercado de capitais no Brasil seja constante objeto de crítica, inúmeras reformas pró-acionista minoritário foram verificadas. A análise das participações realizadas pela BNDESPAR em período recente mostra que a subsidiária consegue fazer uso de ferramentas societárias típicas das transações de mercado para manter nas mãos do Estado potencial decisório em companhias abertas. Além de contribuir para a literatura crítica da regulação do mercado de capitais, sugerindo que a regulação societária no Brasil tem um viés pró-acionista minoritário, este artigo contribui para a literatura de Direito e Desenvolvimento. A descrição empírica minuciosa de um mecanismo de intervenção do Estado na economia para viabilizar projetos de desenvolvimento é oferecida, mecanismo anteriormente estudado de modo parcial.

## Palavras-chave

Direito e Desenvolvimento; governança corporativa; mercado de capitais; BNDESPAR; intervenção estatal.

## Abstract

*This paper examines the corporate governance mechanisms used by BNDESPAR to perform equity investments in public companies in Brazil. Law and Development literature is divided into three moments: the period of consensus over the role of the state as the leading promoter of economic development; the subsequent moment, in which private actors should assume the leading position in development projects, demanding from policy-makers a better environment for free market transactions; and the current moment, that includes coordinating public and private legal tools in development projects, and where the role of the law as an instrument for development is constantly questioned. Although corporate law literature is usually critical to securities regulation in Brazil, there were several legal reforms to improve the protection of minority investors over the years. The equity investments recently made by BNDESPAR show how such state-owned corporation is able to use legal tools typically used in market transactions to preserve State's discretionary power to interfere in the management of public companies in Brazil. The paper contributes to critical corporate law literature on Brazilian securities regulation, by suggesting that Brazilian regulation is more protective to minority shareholders. It also contributes to Law and Development studies. The*

*mechanism for State intervention in the economy via minority shareholding is carefully described, having previous literature ignored such feature or examined it very superficially.*

**Keywords**

*Law and Development; Corporate Governance; Securities Markets; BNDESPAR; State Intervention.*

## INTRODUÇÃO

O presente artigo examina como a BNDES Participações S.A. (BNDESPAR) utiliza mecanismos de governança corporativa para interferir na estratégia empresarial e nas decisões societárias de companhias abertas no Brasil.

Evidências da literatura apontam que as privatizações da década de 1990 diminuíram a parcela de propriedade do Estado, mas não o seu potencial de influência sobre as maiores empresas do Brasil. Isso foi afirmado em 2011, por aparecerem atores ligados ao Estado como os proprietários mais centrais em uma amostra de 804 grandes empresas nacionais, sendo tais atores normalmente a BNDES Participações S.A. (BNDESPAR) e os fundos de pensão de funcionários públicos, ou até mesmo a própria União.<sup>1</sup> O autor desses achados lançou a tese de que, com maior capilaridade, a intervenção do Estado na economia poderia, na verdade, ter aumentado, ficando a rede de parcerias público-privadas na estrutura acionária das maiores empresas brasileiras conhecida como “capitalismo de laços”. Contudo, ainda não está claro nem como nem para qual finalidade o Estado usa tais laços no setor privado via BNDESPAR, se de fato o utiliza ostensivamente.

Os fundos de pensão de funcionários públicos são entidades privadas de previdência que buscam complementar a aposentadoria dos seus beneficiários. Apesar de ser recorrente a discussão acerca da vulnerabilidade dessas instituições frente aos interesses de investimento e intervenção no setor privado do governo, elas não são entes públicos que têm a missão

...

<sup>1</sup> Ver Lazzarini (2011, p. 17-56) para as redes de proprietários das 804 maiores empresas brasileiras e o grau de centralidade dos atores ligados ao Estado e Musacchio e Lazzarini (2014, p. 197-232) para algumas relações de efetiva influência estatal sobre as empresas encontradas. Ver Brookfield et al. (2012) para análise comparada das redes de proprietários encontradas após reformas institucionais de liberalização econômica no Brasil, Chile, Israel, México, Coreia do Sul e Taiwan.

institucional de financiar o desenvolvimento do país.<sup>2</sup> Por sua vez, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é uma empresa pública, cujo objetivo legalmente estabelecido consiste na execução da política de investimento do Governo Federal.<sup>3</sup>

Como a missão concebida para esses atores é muito diferente, este artigo tem por objetivo investigar como a BNDESPAR utiliza sua posição de acionista para interferir em decisões empresariais. Para isso, o artigo revisa estatutos sociais e acordos de acionistas para descrever as estratégias de governança corporativa utilizadas pela subsidiária para exercer influência societária e proteger os interesses do seu controlador. Ao final, é oferecida uma visão crítica de como essa influência societária é exercida, com inspiração na literatura de Direito e Desenvolvimento.

Dados coletados em fontes bibliográficas, documentos oficiais e entrevistas com funcionários de carreira do BNDES permitiram uma primeira descrição das estratégias de governança corporativa que se serviram para os investimentos do banco via participação societária. Classificaram-se as participações societárias da BNDESPAR como ativas ou passivas, a depender da possibilidade ou não de monitoramento ativo das decisões e da condução dos negócios das companhias investidas. No modelo ideal dos investimentos por aquisição de ações (BNDESPAR *in books*), que ficou claro nas entrevistas e em outras fontes secundárias sobre o BNDES, participações societárias passivas decorreriam das participações ativas, transformando-se em função do desinvestimento ou diluição do percentual de ações da subsidiária. Participações originariamente passivas (investimentos de portfólio) também podem ocorrer, mas apenas para compor o índice interno de retorno da carteira. As ferramentas societárias que a BNDESPAR impõe para proteger seus interesses são as mesmas que a regulação brasileira para o mercado de capitais prevê para a proteção de acionistas minoritários, normalmente de origem privada. A análise empírica da estrutura de governança corporativa de empresas que receberam investimentos da BNDESPAR (BNDESPAR *in action*) mostrou as nuances desse modelo em uma fotografia recente da sua carteira de participações.

O próximo tópico apresenta alguns consensos importantes no atual estado da literatura em Direito e Desenvolvimento, assim como as ferramentas que a regulação brasileira apresenta com foco na proteção dos acionistas minoritários, com o objetivo de privilegiar as transações de mercado. O segundo tópico revisa fontes secundárias sobre os investimentos do BNDES via participação societária, para construir um modelo ideal (*in books*) que guiará o exame empírico das ferramentas societárias da carteira atual. O terceiro tópico realiza uma análise empírica das estratégias societárias empregadas pela BNDESPAR em 103 companhias abertas – resultado da consolidação da sua carteira de participações de 2011 a 2014.

...

<sup>2</sup> Sobre a vulnerabilidade dos fundos de pensão à interferência governamental, ver Lazzarini (2011, p. 35-38), Musacchio e Lazzarini (2014, p. 218-232) e Almeida (2009, p. 46).

<sup>3</sup> Art. 3º do Decreto n. 4.418/2002, seu Estatuto.

As operações *in action* mostram que utilizando o mesmo tipo de ferramenta societária a BNDESPAR pode fazer mais do que incentivar a negociação pública das companhias da sua carteira no mercado de capitais. Isso sugere que as melhores práticas de governança corporativa determinam mais a forma das estratégias societárias do que os interesses que elas podem instrumentalizar em seu conteúdo. Se existe mesmo algo como um estado desenvolvimentista no Brasil, os mecanismos de governança corporativa podem definitivamente ser uma ferramenta para o ativismo estatal.

## I DOIS CONSENSOS EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO E O FIM DA HISTÓRIA DO DIREITO SOCIETÁRIO

Existem dois consensos importantes na literatura recente de Direito e Desenvolvimento. Um deles é que tanto os estudos quanto a formulação de política internacional passaram por ao menos duas fases, podendo-se visualizar um terceiro momento na literatura e na formulação de política doméstica na América Latina. O segundo consenso é que o Direito assumiu um papel instrumental em relação ao desenvolvimento até o segundo momento, ficando sua real função em aberto na fase atual.<sup>4</sup>

Na primeira fase, concentrada entre as décadas de 1960 e 1970, concepções universalistas de desenvolvimento inspiradas nas teorias da modernização influenciaram principalmente a prática de agências multilaterais de ajuda financeira dos Estados Unidos e tiveram um reflexo importante na literatura, o que levou a uma profunda autocrítica ainda em meados da década de 1970.<sup>5</sup> Por mais que o ideal de desenvolvimento fosse o padrão social e de produtividade observado no norte, a teoria da dependência também influenciou a literatura. Nesse primeiro momento, o protagonismo do Estado por meio de políticas amplamente conhecidas como de substituição de importações, para romper a situação de dependência dos países periféricos e levá-los ao padrão de desenvolvimento do centro, era um consenso na literatura de desenvolvimento local e um aspecto aceitável para iniciar a transformação estrutural na periferia diante do seu atraso, mesmo na produção em Direito e Desenvolvimento.<sup>6</sup>

...

4 Para os três momentos do Direito e Desenvolvimento, ver Trubek e Santos (2006), Schapiro e Trubek (2012), Trubek et al. (2014), Trubek (2016) e Trebilcock (2016). Para a visão instrumental do Direito no processo de desenvolvimento nos dois primeiros momentos, ver Prado (2010).

5 Especificamente na área de Direito e Desenvolvimento, ver Trubek e Galanter (1974), Tamanaha (1995, 2011) e Trubek (2016).

6 Sobre as atividades da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), que desenvolvia estudos e prescrevia medidas de substituição de importações, a influência da Teoria da Dependência e o consenso do protagonismo do Estado na literatura local, ver Bielschowsky (2000), Prebisch (1964), Cardoso e Faletto (1970) e Furtado (1973).

Entretanto, na década de 1980, os países latino-americanos se viram afetados por severa crise fiscal, o que levou à diminuição da participação do Estado na economia para reduzir seu grau de endividamento e abriu espaço para um consenso em torno de reformas legais que privilegiassem as transações de mercado.<sup>7</sup> A influência da teoria da dependência e o protagonismo estatal já vinham perdendo força na literatura desde meados da década de 1970.<sup>8</sup> No Brasil, a transição do governo militar para a democracia ocorria concomitantemente, desembocando na promulgação de uma nova Constituição Federal (1988) e em uma série de medidas de liberalização econômica, entre as quais, a promoção de um processo de privatização iniciado em 1987 e estendido até 2002. A importação de bens e o investimento estrangeiro também foram liberalizados, assim como o monopólio estatal de diversos setores foi relativizado para comportar maior grau de investimento privado.<sup>9</sup>

Após o ano 2000, especialmente no Brasil e na América Latina, aponta-se para um terceiro momento do Direito e Desenvolvimento, em que a instrumentalidade do direito vem sendo reconhecida como inconclusiva e em que ter um sistema legal que garanta liberdades individuais, bem-estar social e segurança para as transações de mercado em si vem se tornando sinônimo de desenvolvimento. A noção de desenvolvimento passa a ser dinâmica: deve ser localmente construída apesar de ser, por excelência, uma concepção universal. Como o contexto local toma o centro da discussão na formulação e análise de impacto das reformas legais, fica aberto espaço para que as tradicionais ferramentas de intervenção estatal na economia sejam coordenadas junto com as reformas jurídicas pró-mercado.<sup>10</sup>

Ao lado das discussões em Direito e Desenvolvimento, a academia norte-americana sediava na década de 1990 um debate entre dois modelos de governança corporativa: a orientada para o investidor minoritário (*shareholder-oriented*) e a orientada para a diversidade de partes interessadas na atividade empresarial (*stakeholder-oriented*). No início dos anos 2000, chegou a ser declarado o “fim da história do direito societário”. Tratava-se da tese da convergência, segundo a qual havia cinco características básicas de convergência global na governança corporativa ao final do século XX. Uma delas era a adoção amplamente difundida de personalidade jurídica para as empresas. Outra era a responsabilidade limitada para sócios e administradores.

...

7 O Consenso de Washington e uma concepção universal de *rule of law* passaram a marcar a formulação de política de agências internacionais como o Banco Mundial (CAROTHERS, 2006; TRUBEK, 2016; TREBILCOCK, 2016).

8 Ver Lall (1975), Palma (1978), Caporaso (1980), Hamilton (1981), Evans (1985) e Evans e Stephens (1988).

9 Para análises do Brasil em cada momento, ver especialmente Schapiro e Trubek (2012) e Trubek et al. (2014).

10 Ver Trubek (2016) sobre a relação entre Direito e Desenvolvimento e as noções relacionadas no terceiro momento e Trebilcock (2016) para os limites que o caráter universal da noção de desenvolvimento impõe à contextualização local.



Também era considerado um indício de convergência mundial a propriedade acionária cada vez mais difusa em outros países além dos Estados Unidos, o que implicaria também a difusão do modelo de administração delegada a não controladores, único possível no contexto de dispersão acionária. Por fim, a ausência de restrição à transferência de ações, facilitando-se a livre saída dos investidores, era mais uma característica de convergência.<sup>11</sup>

Trabalhos da Economia, na tradição da Nova Economia Institucional, levaram à conclusão de que as instituições têm impacto no desenvolvimento econômico.<sup>12</sup> Outros trabalhos, dessa vez na tradição de Direito e Finanças, pesquisaram as ferramentas jurídicas mais adequadas para incentivar o investimento privado.<sup>13</sup> As duas correntes da Economia desembocam em argumento com forte teor normativo: existe um rol de instituições mais adequado para o desenvolvimento, por serem efetivas para privilegiar as transações de mercado. A literatura econômica influenciou a produção jurídica e a formulação de política sobre governança corporativa, a qual, na sua essência, endereça problemas de incentivos. A governança corporativa surgiu na literatura como uma solução para o problema de agência: no contexto de dispersão acionária do mercado de capitais norte-americano, os administradores possuem o controle societário, mas não a propriedade e, por isso, seus interesses podem estar desalinhados com os dos proprietários da companhia. Daí surge a relação agente-principal e também o conflito de agência, que não passa de um potencial desalinhamento de interesses. No âmbito econômico, o problema de agência resolve-se equacionando os custos dos principais para monitorar os agentes, os custos dos agentes para se mostrarem monitoráveis e as perdas residuais que surgem quando a decisão do agente não atinge os resultados esperados. No Direito, a governança corporativa elabora uma estrutura de incentivos para que o agente atue de acordo com o interesse do principal.<sup>14</sup>

Na literatura de Direito e Finanças, os trabalhos de La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny (LLSV) (1998; 2000) elaboraram índice de governança corporativa com as ferramentas

...

- 11 Trata-se do trabalho de Hansmann e Kraakman (2004a) intitulado *The end of history for corporate law*. O trabalho só foi publicado em 2004, mas versões preliminares circularam no meio acadêmico desde 2000. Em 2004, o trabalho foi publicado em coletânea que reuniu capítulos sobre a tese da convergência, ancorada em Henry e Hansmann, e a tese da persistência, sintetizada por Bebchuk e Roe (2004).
- 12 Douglass North (1984, 1990 e 1995) e Oliver Williamson (1985, 1988, 1994) são os principais expoentes da Nova Economia Institucional e da sua influência sobre o direito.
- 13 Os trabalhos de La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998, 2000) e Pistor, Raiser e Gelfer (2000) são exemplos.
- 14 Jensen e Meckling (1976) elaboraram a teoria da agência. Hansmann e Kraakman (2004b), nos Estados Unidos, e Pargendler (2015) e Macedo (2004), no Brasil, elaboram as implicações importantes que a teoria da agência teve para a literatura sobre governança corporativa. Pargendler (2015) também faz um resgate histórico inédito de como a noção de governança corporativa influenciou a política pública nos Estados Unidos e nos órgãos multilaterais desde a década de 1970.

jurídicas que são as mais protetivas para os investidores privados no mercado de capitais — com a métrica da dispersão acionária como pressuposto. Pistor, Raiser e Gelfer (2000) buscam relativizar o quadro apresentado por LLSV, apontando que economias em transição apresentam conflitos de agência específicos diferentes dos típicos do contexto de dispersão acionária. Nas economias em transição, o desafio da governança corporativa é mitigar a capacidade do Estado de utilizar companhias privatizadas como veículo para execução de política pública. Isso ocorre porque os gestores estatais normalmente permaneceram após as privatizações e participações minoritárias ou *golden shares* foram mantidas — o que inibe a atração de investimento privado, que prioriza o desempenho financeiro em função da política pública.<sup>15</sup> Os conflitos de agência apontados são diferentes, mas a implicação de reforma jurídica é a mesma: a *boa* governança corporativa é aquela que incentiva o comportamento dos gestores para maximizar a riqueza dos investidores privados — e existe uma receita para isso.<sup>16</sup>

Schapiro (2010) faz revisão bibliográfica extensiva que mostra as diversas evidências de como essa literatura econômica influenciou o direito, mostrando também uma crítica pela qual restam explicadas as alternativas de financiamento industrial que foram preferidas em diferentes países. Os trabalhos de Roe (1993; 1994) e Bebchuk e Roe (2004) são influentes no âmbito da visão *stakeholder-oriented*. Trata-se da tese da persistência, pela qual elementos de dependência da trajetória mostram-se relevantes não apenas para explicar como os padrões institucionais se desenvolveram, mas também para condicionar as reformas institucionais que são adaptáveis a cada contexto. Conforme essa tese, os padrões de financiamento empresarial dependem das escolhas políticas empreendidas nos estágios mais iniciais de industrialização.

Nos Estados Unidos, a dispersão acionária seria fruto da rejeição ao controle das empresas por grandes instituições financeiras. Tratava-se de opinião pública difundida na década de 1930 e implantada no meio político por grupos de interesse — bancos menores e fazendeiros do sul do país, que realizaram pressão no congresso por uma regulação que dificultasse a concentração no setor financeiro. Essa regulação financeira também desestimulou a formação de investidores institucionais com grande capacidade de concentrar propriedade acionária. Este é um argumento de dependência da trajetória para explicar o surgimento da grande companhia aberta moderna, com propriedade acionária dispersa, nos Estados Unidos. Longe desse cenário político, ela não seria inevitável, uma vez que as grandes

...

15 *Golden shares* são ações especiais atribuídas ao Estado em companhias privatizadas, conferindo-lhe poder de veto sobre decisões societárias que levem à mudança no propósito da empresa. A Lei das S.A. passou a prever as *golden shares* no Brasil após reforma ocorrida em 2001 (art. 17, §7º).

16 No âmbito da literatura de Direito e Desenvolvimento, Khan (2008) e Carothers (2006) promovem crítica relevante à agenda da boa governança para as transações de mercado, que é também genericamente conhecida como o *rule of law* associado ao consenso de Washington.

instituições financeiras e os fundos de pensão são entidades propensas à concentração de capital poupado.<sup>17</sup>

Em países como a Alemanha e o Japão, outras alternativas de financiamento empresarial foram preferidas. Em ambos os países, as instituições financeiras adquiriram grande porte. Ao lado de famílias controladoras, essas instituições acabaram concentrando o capital das grandes empresas, mesmo daquelas que chegaram à negociação no mercado de capitais. Esse padrão de propriedade acionária abriu espaço para que a governança endereçasse mais os conflitos potenciais dos administradores com os controladores e outras partes interessadas, como os trabalhadores, do que com os investidores minoritários, e também para que restrições à circulação da propriedade acionária se impusessem, em função da manutenção do controle (ROE, 1993).

No Brasil, apesar das críticas que a literatura apresenta, a regulação societária vem se consolidando para privilegiar as transações de mercado – notadamente no mercado de capitais – desde a década de 1970. A Lei n. 6.404/1976 (Lei das S.A.) impõe uma série de regras de governança corporativa que visam reduzir os custos de monitoramento dos acionistas minoritários sobre os administradores e os controladores.<sup>18</sup>

Uma participação minoritária pode ser adquirida em uma sociedade anônima por meio de ações ordinárias ou ações preferenciais. A participação com ações ordinárias não envolve muitas complexidades. Especificamente às companhias que têm suas ações negociadas no mercado de capitais, a Lei das S.A. sempre exigiu que fosse realizada oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos minoritários, hoje ao menos pelo valor equivalente a 80% daquele pago pelas ações de controle, em caso de alienação de participação que integre o bloco de controle (*tag along*).<sup>19</sup> Há ainda, tanto em companhias abertas como em fechadas, o direito de retirada

...

17 O fenômeno da dispersão acionária e suas implicações econômicas e jurídicas foram apontados em trabalho seminal de Berle e Means (1932). Ver também Roe (1994, p. 26-49) e Black (1990, p. 564-566).

18 A Lei das S.A. foi editada tendo-se em mente o ingresso das grandes empresas brasileiras no mercado de capitais e a máxima segurança possível à figura do acionista minoritário. É o que diz a exposição de motivos da lei, logo no início do seu texto: “O Projeto visa basicamente a criar a estrutura necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade” (BRASIL, 1976). Para uma crítica à efetividade da regulação societária no Brasil em reduzir os custos de agência dos investidores minoritários, ver Nenova (2005), Gilson, Hansmann e Pardendler (2011) e Pargendler (2013).

19 Trata-se do direito dos acionistas minoritários amplamente conhecido na literatura como *tag along*, previsto no artigo 254-A da Lei das S.A. Originalmente, a oferta pública de aquisição das ações dos minoritários em caso de alienação de controle deveria ocorrer pelo mesmo valor oferecido pelas ações dos controladores.



dos acionistas minoritários dissidentes caso tenham manifestado voto contrário à deliberação aprovada em alguma das matérias mais sensíveis à estrutura de governança da empresa.<sup>20</sup>

Além disso, para preservar a proporção das suas participações societárias, os acionistas têm direito de preferência na subscrição de aumento de capital, o que é facultativo para companhias abertas de capital autorizado.<sup>21</sup> Detentores de ao menos 10% das ações ordinárias também sempre puderam requerer a eleição dos membros do conselho de administração por voto múltiplo e indicar um membro e respectivo suplente ao conselho fiscal.<sup>22</sup> Pelo voto múltiplo, cada ação tem quantos votos quantas forem as vagas para o conselho, podendo o acionista concentrar todos os seus votos em um único candidato ou distribuí-los entre vários, o que facilita a eleição de conselheiros pelos minoritários.<sup>23</sup> Com 15% das ações ordinárias, é possível eleger diretamente um conselheiro de administração, sem a necessidade do voto múltiplo.<sup>24</sup>

As ações preferenciais são controversas na literatura como uma boa forma de maximizar o retorno do acionista minoritário, mas a regulação brasileira não deixa de garantir aos preferencialistas amplas possibilidades de monitoramento.<sup>25</sup> A princípio, as ações preferenciais

...

Durante o período das privatizações brasileiras, a Lei n. 9.457/1997 suprimiu esse direito dos minoritários para facilitar o processo de venda dos blocos de controle pertencentes ao Estado. Posteriormente, a Lei n. 10.303/2001 reestabeleceu o direito de *tag along* legal dos minoritários, mas por oferta de ao menos 80% do valor oferecido pelas ações de controle. Ver Nenova (2005).

<sup>20</sup> Após modificações pontuais e pouco substantivas, o artigo 136 da Lei das S.A. dispõe que: “é necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia fechada, para deliberação sobre: I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II - alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; III - criação de partes beneficiárias; IV - alteração do dividendo obrigatório; V - mudança do objeto da companhia; VI - incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão; VII - dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação; e VIII - participação em grupo de sociedades”.

<sup>21</sup> Artigos 171 e 172 da Lei das S.A.

<sup>22</sup> Art. 161, § 4º, alínea “a”, da Lei das S.A.

<sup>23</sup> Art. 141 da Lei das S.A.

<sup>24</sup> Art. 141, §4º, I, da Lei das S.A.

<sup>25</sup> De acordo com o artigo 17, incisos e parágrafos, da Lei das S.A., as ações preferenciais não têm direito a voto, mas têm, cumulativamente ou não, preferência na distribuição de dividendos e no reembolso do capital social, se for o caso. No sentido de não serem uma boa maneira de proteger a propriedade acionária de seus titulares, ver Nenova (2005, p. 1-37) sobre o aumento no valor das ações de controle diante da existência de ações preferencias em uma companhia, a partir da expropriação dos titulares destas pelos controladores. Gilson, Hansmann e Pardendler (2011, p. 475-537) também são críticos a essa prática societária no Brasil, que permite ao controlador deter amplos poderes sobre as decisões societárias sem possuir

têm preferência na distribuição de dividendos, mas não atribuem aos seus titulares direito de voto e nem de *tag along*. Para compensar, os preferencialistas podem indicar um representante ao conselho fiscal e um conselheiro de administração se forem detentores de ao menos 10% de ações preferenciais,<sup>26</sup> e participam das deliberações sobre a criação de ações preferenciais novas ou sobre a modificação dos direitos daquelas de que são titulares, tendo direito de retirada aqui também em caso de voto dissidente.<sup>27</sup> Para sanar a falta de direitos políticos, a Lei das S.A. estabeleceu que o estatuto social das companhias emissoras de ações preferenciais poderia “assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração”<sup>28</sup> e “subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais”.<sup>29</sup> Também não é proibido aos detentores de ações preferenciais firmar acordos de acionistas com o grupo controlador para garantir, consensualmente, o direito de *tag along* do qual a regulação oficial os exclui, ou mesmo prerrogativas de veto em decisões estratégicas da companhia.<sup>30</sup>

Pode acontecer de um só acionista – ou grupo de acionistas ligado por acordo – conseguir indicar membros ao conselho de administração ou fiscal, ou mesmo interferir nas decisões societárias por conta da concentração da sua participação no capital social, por meio de ações ordinárias ou preferenciais. A Lei das S.A. define que tal acionista exerce “influência significativa” sobre a companhia nessas situações.<sup>31</sup>

O Quadro 1 ilustra os direitos garantidos ao acionista minoritário pela Lei das S.A. brasileira.

...

uma parcela significativa da propriedade acionária em contrapartida, o que faz com que tenha maior facilidade para obter benefícios privados às custas dos acionistas minoritários. No mesmo sentido, ver Pargendler (2013, p. 201-214).

<sup>26</sup> Arts. 141, §4º, II, e 161, §4º, da Lei das S.A.

<sup>27</sup> Nos termos do art. 136, §1º, da Lei das S.A.

<sup>28</sup> Artigo 18, *caput*, da Lei das S.A.

<sup>29</sup> Artigo 19, parágrafo único, da Lei das S.A. Nos termos da exposição de motivos da Lei das S.A. (BRASIL, 1976): “o artigo 18, sancionando práticas usuais, inclusive nas participações do BNDE, autoriza a atribuição, a determinada classe de ações preferenciais, do direito de eleger representante nos órgãos de administração e do poder de veto em modificações estatutárias”.

<sup>30</sup> Inclusive aquelas que o artigo 136 considera especiais. Ver nota 20, *supra*.

<sup>31</sup> Artigo 243, §§ 4º e 5º, da Lei das S.A.

QUADRO 1 – DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NA LEI DAS S.A.

	ALTERNATIVAS DE VOZ			ESTRATÉGIAS DE SAÍDA
	DIREITO DE RETIRADA	NOMEAÇÃO DE ADMINISTRADORES	ASSEMBLEIA ESPECIAL	TAG ALONG
<b>AÇÕES ORDINÁRIAS</b>	PARA QUALQUER DELIBERAÇÃO ENUMERADA NO ARTIGO 136	10% DA PARTICIPAÇÃO – VOTO MÚLTIPLO; 15% DA PARTICIPAÇÃO – INDICAÇÃO DIRETA	NÃO	POR 80% DO VALOR DAS AÇÕES DE CONTROLE
<b>AÇÕES PREFERENCIAIS</b>	APENAS PARA DELIBERAÇÕES QUE IMPACTEM OS DIREITOS DAS AÇÕES PREFERENCIAIS	10% DA PARTICIPAÇÃO – INDICAÇÃO DIRETA	SIM	CONTRATUAL

Fonte: Lei das S.A. Elaboração própria.

Ao final da década de 1990, grupos de investidores privados interessados no mercado de capitais brasileiro queriam ver mais garantias, o que levou a uma reforma autorregulatória ocorrida na então Bovespa – única bolsa de valores hoje em operação no Brasil.<sup>32</sup> Paralelamente à manutenção do seu segmento de listagem tradicional, submetido à regulação comum, a bolsa de valores lançou em 2000 três segmentos especiais, o Novo Mercado, o Nível 2 e o Nível 1, aos quais as companhias já abertas ou aquelas que pretendessem realizar ofertas iniciais poderiam aderir voluntariamente. Participaram das negociações para esses novos segmentos o próprio BNDES, a Secretaria de Previdência Complementar (que regula os fundos de pensão) e associações de investidores nacionais e estrangeiros. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil também acompanhou as negociações.<sup>33</sup>

O Novo Mercado é o nível mais rigoroso nos novos segmentos. Para aderir a ele, a companhia deve ter apenas ações ordinárias, com direito a voto, além de obrigatoriamente conceder *tag along* de 100% na alienação de controle, realizar oferta pública de aquisição no

...

32 A antiga Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que negociava ações, fundiu-se com a BM&F, bolsa de derivativos, em 2008, dando origem à BM&FBovespa S.A. A Bovespa já era a única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil antes da fusão. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 8 jul. 2016.

33 Uma descrição em detalhes da emergência dessa autorregulação da Bovespa pode ser encontrada em Santana (2008).

mínimo pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou saída do segmento <sup>34</sup> e manter ao menos 25% do seu capital social em circulação no mercado, entre outras exigências menores.<sup>35</sup>

O Nível 1 é o segmento de listagem menos rigoroso. As únicas diferenças que tem em relação à regulação tradicional são a exigência de um percentual mínimo de ações que deve estar em circulação no mercado – também 25% do capital social – e regras de divulgação adicionais.<sup>36</sup> Já o Nível 2 só permite a existência de ações preferenciais com direitos adicionais<sup>37</sup> e exige um *tag along* de 100% na alienação de controle, assim como oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico em caso de fechamento de capital ou saída do segmento, tanto para ordinárias quanto para preferenciais, sendo suas demais regras idênticas às do Novo Mercado.<sup>38</sup>

Posteriormente, em 2005, foi criado o Bovespa Mais, desdobrado em 2015 para oferecer também o Bovespa Mais Nível 2. Ambos são voltados para pequenas e médias empresas que desejem ingressar no mercado de capitais de modo gradual. O Bovespa Mais Nível 2 permite a emissão de ações ordinárias e preferenciais, enquanto o Bovespa Mais admite apenas ordinárias. Além disso, neste último, é necessária a realização de oferta pública de aquisição ao menos pelo valor econômico de cada ação em caso de cancelamento de registro ou migração para outro nível, a não ser que o destino seja o Novo Mercado, enquanto a exceção se aplica tanto em caso de migração para o Novo Mercado quanto para o Nível 2 no que diz

...

<sup>34</sup> Incorporado pela Lei das S.A. em 2001, pela Lei n. 10.303/2001 (art. 4º, §4º).

<sup>35</sup> Nos termos do regulamento de listagem do Novo Mercado. O estatuto social das companhias desse segmento não pode prever “disposições que limitem o número de votos de acionista ou Grupo de Acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social” (item 3.1.1) nem estabelecer quórum qualificado para deliberações na assembleia de acionistas ou cláusulas péticas (item 3.1.2). Além disso, o conselho de administração dessas sociedades deve ter no mínimo 5 membros, dos quais pelo menos 20% necessitam ser independentes, devendo este órgão se manifestar previamente sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações. O cargo de presidente do conselho de administração não pode ser exercido por pessoa que acumule a função de principal executivo da empresa. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em: 8 jul. 2016.

<sup>36</sup> Nos termos do regulamento de listagem do Nível 1. Nas companhias desse segmento, o cargo de presidente do conselho de administração também não pode ser exercido por pessoa que acumule a função de principal executivo. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-1/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-1/)>. Acesso em: 8 jul. 2016.

<sup>37</sup> Trata-se do direito de voto na deliberação de fusão, incorporação e celebração de contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas matérias estiverem sujeitas à aprovação na assembleia geral de acionistas.

<sup>38</sup> Nos termos do regulamento de listagem do Nível 2. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-2/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/nivel-2/)>. Acesso em: 8 jul. 2016.

respeito às companhias do Bovespa Mais Nível 2. Existe um período de carência de sete anos para atingir o percentual mínimo de ações em circulação no mercado. Há, ainda, direito de *tag along* de 100% para as ações ordinárias e preferenciais na alienação de controle.<sup>39</sup> A não ser pelo desconto nas taxas de adesão e a possibilidade de atingimento gradual dos níveis mínimos de dispersão, o Bovespa Mais adota as mesmas regras do Novo Mercado.

Não houve uma tendência de migração das companhias já listadas no segmento tradicional para os especiais, mas, em contrapartida, diante de um cenário macroeconômico favorável, ocorreu um *boom* de novas ofertas públicas iniciais a partir do ano de 2004 até 2007, preponderantemente no Novo Mercado. Além disso, o volume das captações aumentou consideravelmente em relação ao desempenho observado na década anterior, não obstante o mercado de capitais do Brasil ainda ser considerado pouco desenvolvido, se comparado a outros países.<sup>40</sup> Considerados todos os segmentos de listagem disponíveis, existem atualmente 428 companhias com registro ativo na CVM para negociar ações.<sup>41</sup>

No Quadro 2, a seguir, são apresentados os direitos dos acionistas minoritários na autorregulação.

...

39 Nos termos dos regulamentos de listagem do Bovespa Mais (Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/)>. Acesso em: 8 jul. 2016) e do Bovespa Mais Nível 2 (Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais-nivel-2/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais-nivel-2/)>. Acesso em: 8 jul. 2016). Este último ainda não obteve nenhuma adesão.

40 Gorga (2009, p. 439-554) aponta que 85% das companhias que fizeram ofertas públicas no Novo Mercado até 2007 eram iniciantes na bolsa, enquanto as integrantes dos outros 15% migraram do mercado tradicional para esse segmento especial. Sobre a visão do mercado de capitais no Brasil como pouco desenvolvido, ver também Gilson, Hansmann e Pargendler (2011, p. 475-537) e Schapiro (2010, p. 257-305).

41 Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/?CadGeral>>. Acesso em: 8 jul. 2016. Para chegar a esse número, foram excluídas as companhias com cadastro cancelado e as que, mesmo com cadastro ativo, constam como “falida” ou “em liquidação”.



QUADRO 2 – DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS NA AUTORREGULAÇÃO

	ALTERNATIVAS DE VOZ			ESTRATÉGIAS DE SAÍDA		
	DIREITO DE RETIRADA	NOMEAÇÃO DE ADMINISTRADORES	ASSEMBLEIA ESPECIAL	TAG ALONG	OPA (FECHAMENTO)*	FREE FLOAT MÍNIMO**
NOVO MERCADO	SIM (LEI DAS S.A.)	REGRA DAS AÇÕES ORDINÁRIAS (LEI DAS S.A.)	NÃO	100%	VALOR ECONÔMICO	25%
NÍVEL 1	SIM (LEI DAS S.A.)	LEI DAS S.A. PARA ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS	POR OPÇÃO DA COMPANHIA	80% PARA ORDINÁRIAS (LEI DAS S.A.)	VALOR ECONÔMICO	25%
NÍVEL 2	SIM (LEI DAS S.A.)	LEI DAS S.A. PARA ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS	DIREITOS ADICIONAIS PARA AÇÕES PREFERENCIAIS	100% PARA ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS	VALOR ECONÔMICO	25%
BOVESPA MAIS (2)	SIM (LEI DAS S.A.)	LEI DAS S.A. PARA ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS	POR OPÇÃO DA COMPANHIA	100% PARA ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS	VALOR ECONÔMICO	25% (7 ANOS DE CARÊNCIA)

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria.

\* A OPA de fechamento foi incorporada pela Lei das S.A. em 2001 (vide nota n. 34 *supra*).

\*\* O *free float* mínimo é uma ferramenta relevante como auxiliar das estratégias de saída para os minoritários, pois garante a negociação efetiva da companhia, exigindo que os próprios controladores mantenham 25% do capital social em livre circulação.

Schapiro (2010) mostra como a alternativa de financiamento industrial do Brasil (o BNDES) se adaptou à liberalização econômica e continuou ativa, embora dividindo com o setor privado o protagonismo que teve no passado. Seus achados dialogam com a tese da persistência e o terceiro momento do Direito e Desenvolvimento, que indica como inconclusivo o papel instrumental do Direito e aponta para uma observação mais dinâmica das reformas legais.<sup>42</sup>

...

<sup>42</sup> Sobre ser inconclusivo o papel instrumental das reformas jurídicas, ver Davis e Trebilcock (2008) e Carothers (2006).

Neste artigo, argumenta-se que as ferramentas típicas das transações de mercado podem ser instrumentalizadas pelo Estado para perpetuar padrões não esperados de intervenção econômica no mercado de capitais.

## 2 NOTAS METODOLÓGICAS: QUE CRITÉRIOS UTILIZAR PARA EXAMINAR A FINALIDADE DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS DE UM BANCO DE DESENVOLVIMENTO?

Revisar algumas fontes secundárias sobre as atividades via participação acionária oferece *insights* metodológicos relevantes para examinar o uso de ferramentas societárias na carteira atual do BNDES. Desde a sua criação, o BNDES realiza financiamentos por meio de dois tipos básicos de operação. As operações de renda fixa consistem em empréstimos, concedidos normalmente a taxas subsidiadas, mediante a apresentação de contrapartidas como garantia. Já as operações de renda variável são realizadas mediante a subscrição de valores mobiliários de emissão das empresas financiadas, dispensando a apresentação de garantias. As atividades de renda fixa e renda variável eram geridas pela mesma estrutura burocrática, o que mudou em 1974. Nesse ano, o BNDE constituiu três subsidiárias: a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), a Insumos Básicos S.A. (Fibase) e a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa). No âmbito do II PND, a cada subsidiária foi atribuída uma vocação setorial. A Embramec era voltada para a indústria de bens de capital, a Fibase para a de insumos básicos e a Ibrasa para a indústria de bens de consumo.<sup>43</sup>

A Fibase realizava investimentos de acordo com a lógica do Sistema do Terço. Os projetos de implantação da indústria de base na década de 1970 tinham como modelo a presença de um parceiro estrangeiro para a transferência de tecnologia, uma empresa privada nacional para absorver o aprendizado e um ou mais atores estatais para conceder financiamento ou participar do processo de transferência de tecnologia.<sup>44</sup> Para facilitar a fiscalização dos projetos, a Fibase condicionava o financiamento à assinatura de um acordo de acionistas, que exigia unanimidade para as decisões listadas no Quadro 3 e determinava o número de representantes ao conselho de administração e ao conselho fiscal que cada controlador, inclusive a Fibase, poderia indicar. Além disso, como os projetos financiados pela Fibase eram prioridade absoluta do governo, a subsidiária e o outro parceiro nacional tinham direito de preferência caso o sócio estrangeiro decidisse vender sua participação.<sup>45</sup>

43 Ver Paiva (2012, p. 29-60) e entrevista concedidas por Luiz Souto (informação verbal, 2014).

44 Sobre os desdobramentos da relação entre capital nacional, estrangeiro e estatal no Brasil no período militar, ver Evans (1979).

45 Ver Borges (2007) e informações concedidas por Luiz Souto em entrevista (informação verbal, 2014).

QUADRO 3 – DIREITOS DA FIBASE, DA EMBRAMEC E DA IBRASA

FIBASE		EMBRAMEC E IBRASA
ALTERNATIVAS DE VOZ	UNANIMIDADE PARA: <ul style="list-style-type: none"><li>REFORMAS ESTATUTÁRIAS.</li><li>REALIZAÇÃO DE FUSÕES, INCORPORAÇÕES, CISÕES, DISSOLUÇÕES E LIQUIDAÇÕES; RESGATE OU CONVERSÃO DE AÇÕES, DEBÊNTURES OU QUAISQUER OBRIGAÇÕES.</li><li>PARTICIPAÇÃO EM OUTRAS SOCIEDADES.</li><li>ALIENAÇÃO E ONERAÇÃO DE BENS DO ATIVO PERMANENTE ACIMA DE VALORES E CONDIÇÕES PREDETERMINADOS.</li><li>APROVAÇÃO E MODIFICAÇÕES EM CONTRATOS ENTRE A EMPRESA E SEUS ACIONISTAS.</li><li>APROVAÇÃO DE PROJETOS NOVOS.</li><li>TRANSFERÊNCIA DE TECNOLOGIA A CONCORRENTES.</li></ul>	VETO NA MODIFICAÇÃO: <ul style="list-style-type: none"><li>DAS REGRAS DE GOVERNANÇA.</li><li>DOS DIREITOS CONCEDIDOS ÀS AÇÕES DA COMPANHIA.</li><li>DOS NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO QUE PODERIAM SER ASSUMIDOS PELA COMPANHIA.</li></ul>
ESTRATÉGIAS DE SAÍDA	<ul style="list-style-type: none"><li>DIREITO DE PREFERÊNCIA PARA ADQUIRIR A PARTICIPAÇÃO DOS DEMAIS CONTROLADORES.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>IMPOSSIBILIDADE DE ALIENAÇÃO DAS AÇÕES DOS CONTROLADORES SEM AUTORIZAÇÃO PRÉVIA.</li><li>DIREITO DE PREFERÊNCIA PARA ADQUIRIR A PARTICIPAÇÃO DOS CONTROLADORES.</li><li>TAG ALONG PELO MESMO VALOR A SER PAGO PELAS AÇÕES DE CONTROLE.</li></ul>
	<ul style="list-style-type: none"><li>INDICAÇÃO DE REPRESENTANTES AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>INDICAÇÃO DE REPRESENTANTES AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.</li></ul>
		<ul style="list-style-type: none"><li>PREFERÊNCIA NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS.</li></ul>

Fontes: Borges (2007), Luiz Souto (informação verbal, 2014). Elaboração própria.

\* Quando a subscrição se dava mediante ações preferenciais.

Os investimentos da Ibrasa e da Embramec permitiam estrutura jurídica mais simples, pois a participação não deveria levar tais subsidiárias a participar do grupo de controle. A Ibrasa exigia mais cuidado, pois financiava companhias de bens de consumo, cujo porte era modesto. Como seu aporte normalmente ultrapassava o capital social, suas participações passaram a ocorrer mediante a subscrição de ações preferenciais. Essas ações permitiam à Ibrasa receber seus dividendos antes dos demais acionistas, mas impediam que a subsidiária votasse nas assembleias, deixando o controle societário nas mãos dos acionistas originais. Em contrapartida da ausência de voto, as ações preferenciais garantiam à Ibrasa o direito de indicar um

representante seu ao conselho de administração e algumas prerrogativas de veto sobre as deliberações dos acionistas, também listadas no Quadro 2. O estatuto social regulava as características das ações preferenciais e um acordo de acionistas assinado em separado garantia seus direitos.<sup>46</sup> A Embramec também condicionava seus financiamentos à assinatura de acordos de acionistas, que lhes garantiam as mesmas prerrogativas caras à Ibrasa. Para ela, o uso das ações preferenciais não precisava ser a regra, pois o volume do investimento não necessariamente ultrapassava o capital social. Para a Embramec e a Ibrasa era mais importante impor direito de venda conjunta em caso de alienação de controle (*tag along*) do que conservar direito de preferência, pois o governo brasileiro não tinha interesse estratégico em se manter no controle das companhias da sua carteira.<sup>47</sup>

Por conta da crise fiscal que o Brasil enfrentou na década de 1980, a Embramec, a Fibase e a Ibrasa foram unificadas para a criação da BNDESPAR em 1984, que passou a ser a única subsidiária de participações do BNDES.<sup>48</sup> A BNDESPAR acabou no controle de boa parte das empresas da sua carteira, pois havia convertido dívidas de empresas públicas e privadas inadimplentes com o BNDES em participação. Uma medida da nova política operacional do BNDES na década de 1980 era desinvestir. De 1987 a 1989, ainda no Governo Sarney, 17 empresas estatais das quais a subsidiária participava foram privatizadas.<sup>49</sup>

Para privatizar, a BNDESPAR reestruturava a dívida da empresa – ou convertendo-se parte da dívida em capital social ou transformando-se o passivo de curto prazo em passivo de longo prazo. Como os acordos de acionistas estabeleciam direito de preferência, a venda da participação da BNDESPAR era oferecida primeiramente aos controladores privados. Se estes não exercessem o direito de preferência, o processo de privatização seguia. Em alguns casos era reservada para a União uma *golden share* para controlar certas decisões. Identificados os pontos críticos, decidia-se a cada caso se era melhor vender o bloco de controle unificado ou lotes dispersos de ações e publicava-se o edital de privatização na imprensa oficial.<sup>50</sup>

Se a BNDESPAR mantivesse algum lote de ações no capital da empresa, o edital de privatização previa que o adquirente do controle deveria assinar um acordo de acionistas com a subsidiária, que além das cláusulas habituais impunha prazo para que a companhia privatizada se tornasse aberta. Essa condição para a aquisição do controle visava incentivar a compra de lotes menores de ações, que poderiam ser revendidos com lucro posteriormente no mercado de capitais. Como foi o processo interno de privatização da carteira de ações da BNDESPAR que

...

<sup>46</sup> As necessidades da Ibrasa influenciaram a previsão das ações preferenciais na Lei das S.A. (ver nota 29, *supra*).

<sup>47</sup> Ver informações concedidas por Luiz Souto em entrevista (informação verbal, 2014).

<sup>48</sup> Ver Velasco Jr. (2010) e Paiva (2012, p. 76).

<sup>49</sup> Ver Pinheiro, Bonelli e Schneider (2004, p. 18), Mourão (1994, p. 415-430) e Velasco Jr. (2010, p. 316-320).

<sup>50</sup> Ver Velasco Jr. (2010, p. 328-333).

levou o Sistema BNDES a ser superavitário novamente, o BNDES foi eleito como agente financeiro do Plano Nacional de Desestatização executado a partir de 1990, já no Governo Collor.<sup>51</sup>

O processo de desestatização oficial replicou a experiência da BNDESPAR na década de 1980. Os editais de privatização estabeleciam o modelo de venda e já especificavam se seria imposta *golden share* ou acordo de acionistas a ser assinado pelos eventuais controladores e a União, ou a própria BNDESPAR. Como desde a década de 1980 o BNDES era titular de dívidas securitizadas de empréstimos concedidos à União, a própria BNDESPAR acabava adquirindo participações minoritárias nos leilões de privatização. Esta era uma possibilidade que o edital especificava caso houvesse sobra de ações.

Além disso, o BNDES também era normalmente contratado como gestor das privatizações de companhias estaduais. Para conciliar isso com a posição da BNDESPAR de financiadora eventual do processo, desenhava-se a seguinte operação: o estado privatizante constituía uma sociedade de propósito específico (SPE) e integralizava seu capital com as ações da companhia estadual que não eram necessárias para manter o controle. A SPE então emitia debêntures subscritas pela BNDESPAR, as quais, por opção da subsidiária, poderiam ser pagas em dinheiro ou por entrega de ações que compusessem seu ativo. Com isso, a dívida das companhias estaduais era reestruturada e as ações de controle eram submetidas a processo de privatização. Se interessasse à BNDESPAR, suas debêntures, emitidas pela SPE, poderiam ser utilizadas como pagamento por ações da companhia privatizada.<sup>52</sup>

A experiência da BNDESPAR no mercado de capitais ajudou a fortalecer a estrutura de capital do banco, tornando-a menos dependente do governo. Segundo Prochnik e Machado (2008, p. 3-34), entre os anos de 1997 e 2001, o retorno líquido sobre as próprias operações não deixou de ser a maior fonte de recursos do Sistema BNDES, mas as captações em mercado ficaram em segundo lugar. As captações em mercado foram particularmente expressivas e representativas entre 1997 e 1999, período no qual a BNDESPAR tornou-se uma companhia aberta e passou a emitir debêntures e outros títulos de dívida no mercado de capitais para se autofinanciar.<sup>53</sup>

...

51 Segundo Velasco Jr. (2010, p. 314): “a administração do BNDES buscou uma política econômico-financeira interna de autossustentação na qual as privatizações, que já estavam inscritas na sua política operacional de 1984, adquiriram efetiva relevância. Essa política, embora não representasse um consenso interno, seria avaliada pela linha de comando do Banco, que envolvia a Presidência e a Diretoria Financeira, cujo titular era também o principal diretor-executivo da BNDESPAR”.

52 Essa estratégia foi utilizada na privatização parcial da Cemig, por exemplo, e, embora sem tipificação legal, as debêntures com essa possibilidade de remuneração ficaram conhecidas como debêntures permutáveis ou transformáveis. Sua utilização culminou na inserção do §2º no artigo 54 da Lei das S.A. em 2001. Ver Santos (2006, p. 46) e entrevista concedida por Durval Soledade (informação verbal, 2014).

53 Durval Soledade (informação verbal, 2014) explicou que a BNDESPAR emitiu títulos de dívida primeiramente na bolsa de valores de Nova Iorque. Para que isso ocorresse, a *Securities and Exchange Commission* (SEC),



Após a década de 1990, a BNDESPAR acabou direcionando seus recursos para companhias abertas ou que pudessem em curto ou médio prazo abrir capital.<sup>54</sup> Para isso, desenvolve-se o seguinte modelo *in books* para as operações de renda variável, que deveria ser o encontrado na carteira atual, examinada no tópico 4.

Idealmente, o investimento inicial ocorreria em companhias fechadas, embora, a depender do projeto, companhias abertas também possam ser beneficiadas. Se a companhia é fechada (fase 1, Quadro 4), a BNDESPAR assina com ela um acordo de acionistas forte, que permite veto em decisões empresariais sensíveis, indicação de representantes seus ao conselho de administração e/ou fiscal e garante-lhe estratégias contratuais de saída.<sup>55</sup> Passou também a vir o prazo para a abertura de capital como condicionalidade para o investimento, previsto no próprio acordo de acionistas, que exige listagem em algum dos segmentos especiais da BM&FBovespa (normalmente Novo Mercado ou Bovespa Mais). Entre as estratégias de saída contratuais passaram a ser impostas opções de venda (*put option*) contra os controladores, com o estabelecimento de reservas de capital para garanti-la, e/ou preferência para as ações da BNDESPAR na oferta pública inicial, além do tradicional *tag along* pelo mesmo valor das ações de controle.

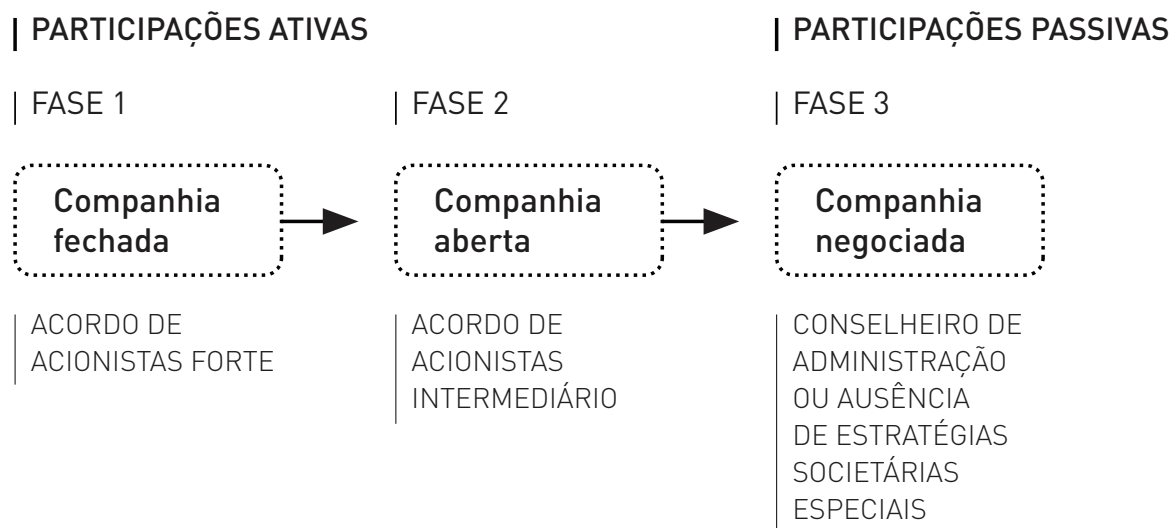
...

autoridade regulatória do mercado de capitais nos Estados Unidos, exigiu que a subsidiária se registrasse como companhia aberta na CVM também. A partir de 2008 as captações em mercado tornaram-se menos expressivas que os repasses diretos do Tesouro Nacional, que voltaram a ocorrer em ocasiões pontuais, mediante diversas medidas provisórias passadas entre 2008 e 2011, posteriormente consolidadas na Lei n. 12.453/2011.

<sup>54</sup> Nas entrevistas, restou esclarecido que as outras áreas do BNDES encaminham para a BNDESPAR projetos de companhias que tenham potencial para abertura de capital (MELO; RAVACHE, informação verbal, 2014).

<sup>55</sup> A mesma estrutura de governança corporativa que tipicamente servia à Fibase, mas com a possibilidade de veto para a BNDESPAR, que aqui é acionista minoritária. Ver Quadro 3 *supra*.

QUADRO 4 – FASES DO INVESTIMENTO (BNDESPAR IN BOOKS)



Fontes: Schapiro (2010), Ravache, Ramos e Bastos Neto (2012), Luiz Souto, Caio Melo, Leandro Ravache e Durval Soledade (informação verbal, 2014). Elaboração própria.

A depender do projeto financiado, as condicionalidades impostas pela BNDESPAR devem variar. Se a companhia já for aberta, mas mesmo assim apresentar um déficit de governança corporativa, o investimento começa na fase 2. Nessa fase, o acordo de acionistas é intermediário, conservando prerrogativas de veto apenas sobre decisões que impactem o grau de endividamento da empresa.<sup>56</sup> Até a fase 2, a participação da BNDESPAR foi considerada ativa, pois permanecem alternativas de voz para que a subsidiária interfira em decisões empresariais relevantes. Uma vez que a oferta pública inicial ocorra, o acordo de acionistas deve deixar de se aplicar, ainda que cláusulas para regular a diluição da participação da BNDESPAR permaneçam (fase 3). Normalmente permanece o direito de indicar membros ao conselho de administração até que a participação se dilua para menos de 5% do capital social, deixando de valer as demais alternativas de voz. As estratégias de saída contratuais também perdem a validade.<sup>57</sup>

Hoje, os investimentos de renda variável realizam-se mediante subscrição direta de ações, de debêntures permutáveis ou por intermédio de fundos de investimento. Se é o caso de

...

<sup>56</sup> Se a empresa não está listada no Novo Mercado, também se mantém prerrogativa de veto sobre decisões que impactem a estrutura de governança corporativa da empresa e os direitos concedidos às suas ações — as estratégias que costumavam servir à Embramec e à Ibrasa. Ver Quadro 3.

<sup>57</sup> Os trabalhos de Schapiro (2010, p. 217-310) e Ravache, Ramos e Bastos Neto (2012) foram importantes para guiar as entrevistas e para a descrição da fase 1, pois analisam a experiência do BNDES com empresas nascentes de tecnologia, que foram apoiadas por operações de renda variável. O modelo *in books* foi desenvolvido

subscrição com debêntures, a sua escritura de emissão replica o conteúdo que viria no acordo de acionistas. No momento da abertura de capital, ou no momento que parecer mais conveniente à BNDESPAR, essas debêntures são permutadas por ações e, a depender da fase do investimento em que a troca ocorrer, as alternativas de voz e estratégias de saída podem ainda se aplicar. Se um fundo de investimento é utilizado para intermediar a operação, é com ele que os controladores assinam o acordo de acionistas.

Uma parte dos investimentos deve começar já na fase 3. A BNDESPAR leva suas companhias ao mercado de capitais exatamente para facilitar o desinvestimento – aumentando suas perspectivas de retorno sobre o investimento. A subsidiária lança sazonalmente fundos de índice para se desfazer das participações passivas e, para completar sua composição, realiza investimentos de portfólio – participações iniciadas já na fase 3 para completar o fundo de índice a ser levado ao mercado. Também podem ocorrer participações originariamente passivas no âmbito do programa de apoio a ofertas públicas iniciais.<sup>58</sup>

Será, então, que esse modelo *in books* se confirma diante de um retrato recente da carteira de participações da BNDESPAR?

### 3 BNDESPAR *IN ACTION*: FERRAMENTAS SOCIETÁRIAS PARA QUE MISSÃO?

Pela primeira vez em 17 anos, o BNDES disponibilizou em 2011 uma identificação individual das companhias que compõem sua carteira de participações acionárias.<sup>59</sup> Para a pesquisa, empreendeu-se então a consolidação da carteira de participações da BNDESPAR das demonstrações financeiras de 2011 a 2014. Trata-se de informação que o BNDES prestou por liberalidade em tais anos, o que deixou de ocorrer nas demonstrações financeiras padronizadas referentes ao ano de 2015.<sup>60</sup>

Foi realizado um levantamento das 181 companhias encontradas para descobrir quais eram fechadas e quais eram abertas. Das abertas, 100 companhias eram registradas na CVM na Categoria A e 3 na Categoria B. Foram levantados, então, os formulários de referência, estatutos sociais, os acordos de acionistas, os últimos prospectos de distribuição pública de papéis e as

...

a partir desses trabalhos e das entrevistas realizadas com Luiz Souto, Caio Melo, Leandro Ravache e Durval Soledade em 2014.

<sup>58</sup> Ver entrevista com Caio Melo (informação verbal, 2014).

<sup>59</sup> Antes de 2011, tem-se notícia de que a última divulgação da carteira consolidada da BNDESPAR havia ocorrido em 1994 (BNDES, 1995).

<sup>60</sup> As demonstrações financeiras da BNDESPAR de 2000 a 2015 estão disponíveis em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Relacao\\_Com\\_Investidores/Informacoes\\_Financeiras/demonstrativos\\_bndespar.html#dfp](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Informacoes_Financeiras/demonstrativos_bndespar.html#dfp)>. Acesso em: 8 jul. 2016.

escrituras de emissão de debêntures constantes nos registros das companhias abertas de Categoria A e B, quando aplicável, no sítio eletrônico da CVM.<sup>61</sup>

As sociedades anônimas podem pedir seu registro como companhias abertas de Categoria A quando desejarem vender ações e outros papéis no mercado de capitais. Já o registro de Categoria B envolve a negociação de outros valores mobiliários que não ações em bolsas de valores. Para as companhias de Categoria A, a CVM exige uma prestação de informações mais rigorosa no formulário de referência a partir da data do registro, incluindo as cláusulas de eventuais acordos de acionistas de que são parte ou que estejam arquivados nas suas sedes, bem como a declaração de quais acionistas, por participação direta ou indireta, são os seus controladores — o que não ocorre da mesma forma nas companhias de Categoria B.<sup>62</sup>

Para viabilizar a pesquisa, foi indispensável a análise tanto dos estatutos sociais quanto dos eventuais acordos de acionistas e dos formulários de referência das sociedades levantadas, pois é nos dois primeiros documentos societários que os direitos dos acionistas são fixados, sendo obrigatória a identificação dos controladores no último. Os prospectos de distribuição pública permitem identificar quando se realizou o investimento da BNDESPAR se este representar mais de 5% do capital social e as escrituras de emissão de debêntures replicam o conteúdo que um acordo de acionistas teria se foi mediante esse tipo de valor mobiliário que a BNDESPAR investiu em uma dada companhia.<sup>63</sup>

Como a análise empírica só foi possível para companhias já abertas, o esperado era que a maior parte das participações fosse passiva, resultantes de participações ativas (AP) ou de investimentos de portfólio (PP) (fase 3, Quadro 4). Como algumas das companhias podia ainda não ser efetivamente negociada, ou ter um fluxo ainda restrito de negociação pública, era esperado que participações ativas em transição (AE) também aparecessem (fase 2, Quadro 4). Não

...

<sup>61</sup> Atualizados até 8 de julho de 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/companhias/companhias.html>>. Acesso em: 10 jul. 2016.

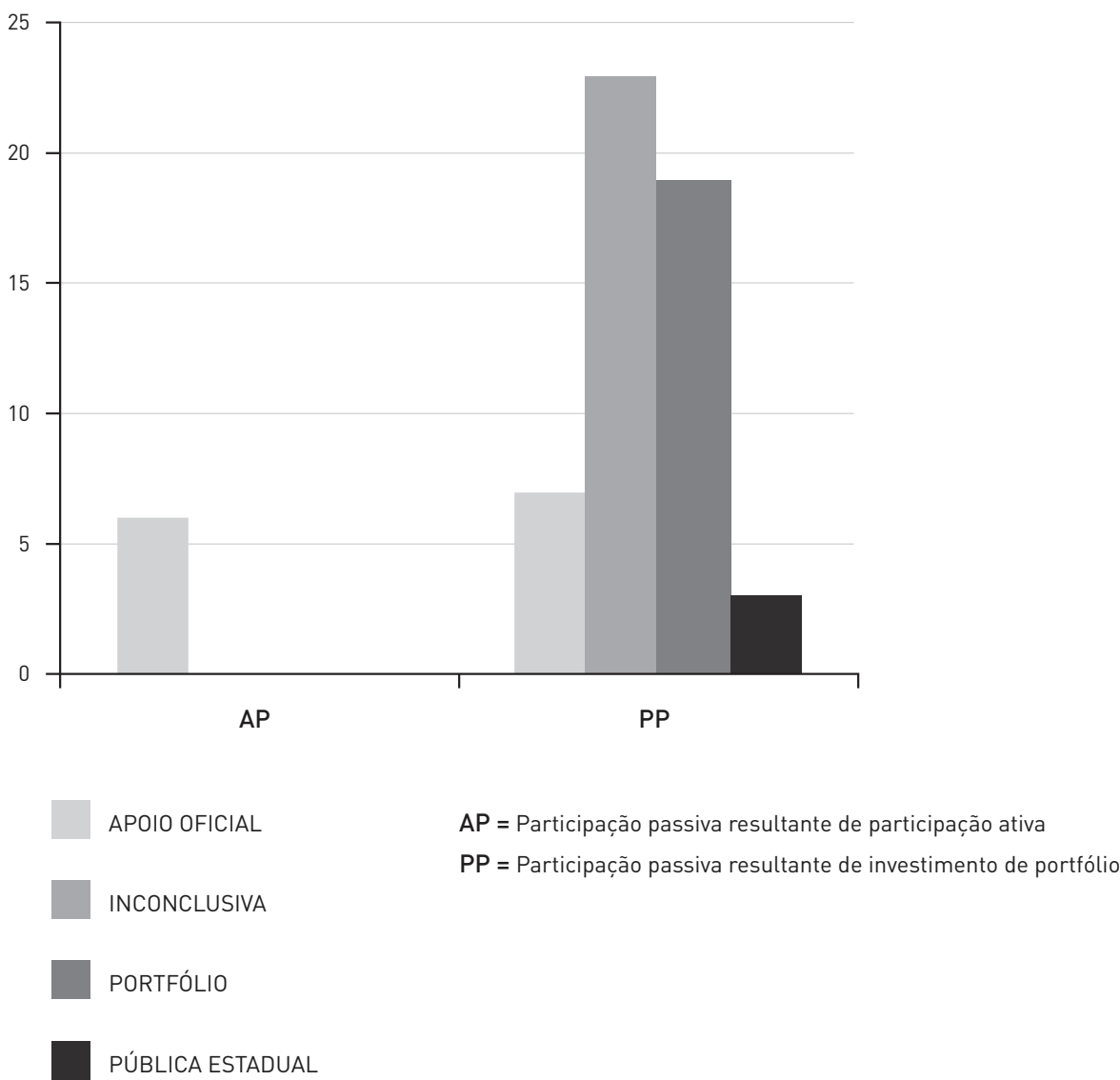
<sup>62</sup> É o que determina a Instrução CVM n. 480/2009. As companhias de Categoria B não precisam apresentar o conteúdo dos acordos de acionistas ou identificar o controlador. A própria BNDESPAR é uma companhia aberta de Categoria B e, por isso, não precisa divulgar todos os acordos de acionistas que assinou, inclusive com companhias fechadas. As companhias de Categoria B permaneceram na amostra por dois motivos. Para a Telemar Participações S.A. e a Transnordestina Logística S.A., o acesso ao acordo de acionistas e grupo de controle foi possibilitado, pois o acordo da Telemar é o mesmo firmado com a sua controlada Oi S.A., que está registrada na Categoria A e também compõe a amostra. Já a Transnordestina tem um dos seus controladores, a CSN, também na amostra. A Carbomil S.A. ficou na amostra, apesar de ser registrada na Categoria B e não termos acesso ao seu eventual acordo de acionistas, pois o percentual de participação da BNDESPAR permite o exercício de influência significativa.

<sup>63</sup> Tais documentos só começaram a ser divulgados ao público nos moldes da prestação de informações que serviu à pesquisa em 2010, com a edição da Instrução CVM n. 480/2009. De todo modo, a CVM disponibiliza os documentos societários de companhias abertas na rede mundial de computadores desde 2004.

era esperado encontrar nenhuma participação ativa na fase 1 do Quadro 4.<sup>64</sup> Foram encontradas 45 participações ativas e 58 participações passivas entre as 103 companhias investigadas.

Para compreender como o universo de participações passivas foi composto, investigou-se quais participações foram efetivamente investimentos de portfólio e quais decorreram de participações ativas (Gráfico 1).

GRÁFICO 1 – PARTICIPAÇÕES PASSIVAS



Fontes: BNDES, CVM. Elaboração própria.

...

<sup>64</sup> O modelo de operação extraído das entrevistas levava a essa conclusão (Ver tópico 3). Do mesmo modo, a regulação nacional inibe a liquidez da ação atrelada a acordo de acionistas que conceda direitos políticos especiais. Uma participação da BNDESPAR em uma companhia aberta na fase 1 significa um desperdício de oportunidade e de recursos. É um desperdício de oportunidade porque a Lei das S.A. exige que participantes de acordos de acionistas façam oferta pública de aquisição ao vender sua participação (art. 254-A, §1º) e de recursos porque a CVM exige um padrão de transparência que dispensa um veículo contratual de monitoramento para a BNDESPAR.



Foi possível identificar que 29 dessas participações foram originalmente passivas, restando inconclusiva para 23 delas se a participação já havia sido ativa em algum momento. Isso ocorreu porque, embora o investimento da BNDESPAR não ultrapasse 5% do capital social nessas companhias entre 2011 e 2014, não foi possível identificar a existência anterior de acordo de acionistas, de percentual superior de participação que permitisse indicação de conselheiro, ou até mesmo o período inicial do investimento, nem pelos dados fornecidos pela CVM, nem pelo BNDES Transparente.<sup>65</sup>

Das demais, sete companhias receberam apoio oficial. Embora sejam investimentos tipicamente de portfólio, tais operações se justificam no âmbito de política governamental de apoio a ofertas públicas de ações. Todas as companhias beneficiadas estão listadas em algum segmento especial da BM&FBovespa.<sup>66</sup> Os investimentos de portfólio indicados no Gráfico 1 são aqueles cujo período de realização pôde ser identificado, restando confirmado que a companhia já era aberta nesse momento e a participação original não ultrapassou 5% do capital social. A interpretação a ser dada a esses investimentos – realizados em 19 empresas – é que se deram para equilibrar a composição dos índices da carteira de ações da BNDESPAR. Entre as participações originariamente passivas, há ainda três companhias públicas estaduais, o que pode ser interpretado como um resquício do processo de privatização.<sup>67</sup> Não foram encontrados indícios de participação ativa da BNDESPAR nessas companhias.

Em seis companhias observou-se participações passivas que já haviam sido ativas (AP). De todo modo, elas são apenas um passo além se comparadas às companhias com participações ativas em transição (AE), ilustradas no Gráfico 2.

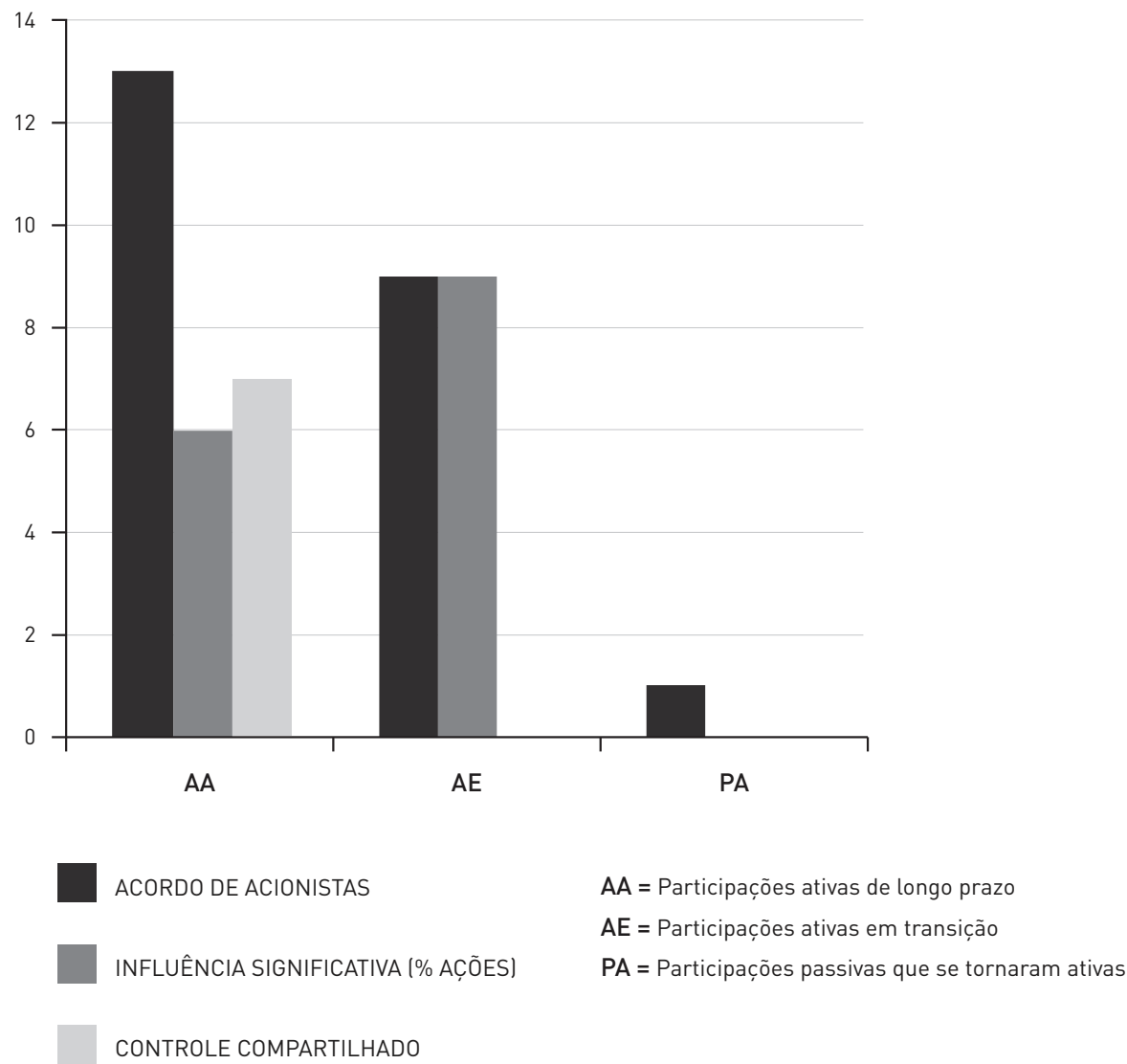
...

<sup>65</sup> O BNDES Transparente identifica as operações de financiamento em renda fixa e variável realizadas a partir de 2002. Desde 2008 é divulgado o valor da operação. Pode ser que as participações passivas inconclusivas tenham sido originalmente ativas e tenham chegado à fase 3 do investimento antes de 2002.

<sup>66</sup> Por exemplo, BRF S.A. (Novo Mercado), CPFL Energia S.A. (Novo Mercado), Gerdau S.A. (N1), Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (N2), Indústrias Romi S.A. (Novo Mercado), Natura Cosméticos S.A. (Novo Mercado), Nutriplant Indústria e Comércio S.A. (Bovespa Mais).

<sup>67</sup> As companhias públicas estaduais da amostra são a Companhia Energética de São Paulo (CESP) (N1), a Companhia de Saneamento de Minas Gerais (COPASA) (Novo Mercado) e Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig) (N1).

GRÁFICO 2 – PARTICIPAÇÕES ATIVAS



Fontes: BNDES, CVM. Elaboração própria.

A não ser pela coluna inconclusiva, todas as demais nuances das participações passivas são retratos esperados da fase 3 do modelo de operação *in books* da BNDESPAR, mesmo as participações em companhias públicas estaduais, já que não devem passar de um resquício do processo de privatização. Entretanto, no caso do Gráfico 2, o conjunto de colunas AE é a única nuance das participações ativas que era realmente esperada como um retrato da fase 2.

Uma ilustração da coluna AP do Gráfico 2 é o investimento na Companhia Siderúrgica Nacional (CSN).<sup>68</sup> Em 2000, a BNDESPAR havia subscrito debêntures da Vicunha Participações permutáveis por ações da CSN.<sup>69</sup> As debêntures concediam alternativas de voz para a

68 Companhia privatizada, listada no mercado tradicional.

69 A Vicunha Participações é sociedade interposta – fechada – que controla diretamente a CSN. Tal financiamento ocorreu para possibilitar a aquisição do controle da CSN pela Vicunha, que era compartilhado com

BNDESPAR e só estariam completamente vencidas em 2011. No entanto, em 2005 as ações da CSN se valorizaram no mercado e permutar as debêntures seria mais rentável que esperar o vencimento. Após a conversão, a BNDESPAR continuou a poder indicar membro ao conselho de administração da CSN, prerrogativa que utilizou efetivamente apenas no exercício social de 2005.<sup>70</sup> Atualmente a participação da BNDESPAR na CSN é passiva e está quase completamente desinvestida, totalizando apenas 0,6% do capital social.

Para exemplificar as colunas AE no Gráfico 3, temos a Altus, a Iochpe Maxion e a Coteminas. A Altus Sistemas de Automação S.A. é uma empresa que comercializa equipamentos eletrônicos de automação industrial, comercial e de construção civil. A BNDESPAR investiu na empresa em 2010, enquanto ela ainda era fechada, subscrevendo a totalidade das suas ações preferenciais. O acordo de acionistas assinado concede à subsidiária prerrogativas de veto, indicação de membros ao conselho fiscal e de administração, *tag along* de 100%, obrigação de alienação de controle por opção da BNDESPAR, *put option* e fundo de resgate; havendo obrigação de a Altus aderir ao Bovespa Mais até 2013. O acordo de acionistas deixará de valer quando a companhia — que já está listada — realizar sua oferta pública inicial.

A Iochpe Maxion é uma empresa de produtos do setor automotivo e equipamentos ferroviários. A BNDESPAR já foi parte em diferentes acordos de acionistas com os controladores da companhia, que lhe asseguravam a eleição de membros do conselho de administração no último momento, mas também direito de preferência e *tag along* de 100% quando da contratação inicial, em 2001, tendo o acordo de acionistas chegado ao seu prazo final de vigência em 26 de outubro de 2013, após o ingresso da companhia no Novo Mercado (ela já era aberta desde 1984). O formulário de referência da Iochpe Maxion esclarece que a BNDESPAR ainda consegue indicar membro ao conselho de administração e influenciar as deliberações sociais com base no seu percentual de ações ordinárias — o que lhe garante o exercício de influência significativa.

Já a Coteminas é uma companhia do ramo de têxteis e vestuário. Um acordo de acionistas com os seus controladores concedia à BNDESPAR prerrogativas de veto, indicação de membro ao conselho de administração; *tag along* de 100% e *put option*. O acordo de acionistas foi firmado em 1999 e tinha prazo de vigência de sete anos, tendo chegado ao fim em 2006. A Coteminas já era uma companhia aberta desde 1971. Em 2014, a BNDESPAR ainda mantinha

...

a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) até então. A interferência da CVRD — uma mineradora — no controle da CSN estaria limitando o seu planejamento estratégico (Caio Melo, informação verbal, 2014; NEVES, 2005).

<sup>70</sup> Detalhes obtidos em entrevista com membro da administração da CSN (que preferiu manter sigilo sobre sua identidade). A fonte entrevistada afirma que o representante da BNDESPAR apenas acompanhava as atividades do conselho de administração e oferecia seus votos oportunamente, não participando tão ativamente das discussões nas reuniões.

participação total de 6,27% do seu capital social, sendo que tal participação representava 11,49% das ações preferenciais, garantindo-lhe o exercício de influência significativa, ao menos pela indicação de membros ao conselho fiscal e de administração.

A Vale é um caso único de participação passiva que se tornou ativa (PA). Trata-se da antiga Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), mineradora privatizada em 1997. O processo de desestatização da Vale vendeu seu controle em bloco para uma sociedade de participações privada – a Valepar S.A. O edital de privatização impunha um acordo de acionistas aos controladores da Valepar, que não poderá ser modificado pelo prazo de 20 anos, e uma *golden share* para a União no estatuto social da própria Vale, que também não pode ser revogada. No ato da privatização, a BNDESPAR manteve participação minoritária na Vale, ficando fora do seu grupo de controle.

O grupo de controle da Vale era composto pela Litel, uma sociedade anônima integralmente detida por fundos de pensão de servidores públicos da União,<sup>71</sup> pela Eletron, detida pelo banco Opportunity,<sup>72</sup> e pela CSN. Ainda em 1997, a Investvale – clube de investimento dos empregados da Vale – exerceu direito de adesão ao grupo de controle da companhia. Em 2000, a Litel e a Eletron adquiriram a participação da CSN na operação de descruzamento dessa sociedade com a Vale e, em 2002, a Bradespar, braço de participações do banco Bradesco, adquiriu participação no seu controle. Por fim, em 2003, a Investvale sinalizou intenção de vender sua participação na Valepar, que foi adquirida em parte pela BNDESPAR.<sup>73</sup>

O acordo de acionistas da Valepar é complexo. Para formar o grupo de conselheiros de administração a ser eleito pelos controladores, cada 8,33% das ações vinculadas ao acordo concede direito a um voto, preenchendo-se as vagas remanescentes pelo voto de acionistas que tiverem mais sobras de ações após realizada a primeira rodada de indicações, até que o conselho esteja integralmente preenchido. A não ser pela Eletron, que indica apenas membro ao conselho fiscal, todas as outras partes conseguem indicar ao menos um membro ao conselho de administração. No mais, as partes devem manifestar-se nas assembleias gerais em voto uniforme, que é decidido em reuniões prévias. O quórum de deliberação é, em regra, por maioria simples, mas se eleva para 75% das ações vinculadas ao acordo de acionistas quando a decisão versa sobre matérias operacionais e financeiras mais sensíveis que digam respeito à Vale.

...

<sup>71</sup> Tratava-se, na época, do Fundo de Pensão da Petrobrás (Petros), da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ) e da Fundação dos Economiários Federais (Funcef), todas entidades fechadas de previdência complementar, das quais, respectivamente, os funcionários da Petrobras, do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal são beneficiários.

<sup>72</sup> As estruturas acionárias da Litel e da Eletron constam em Musacchio e Lazzarini (2014, p. 227).

<sup>73</sup> Mais detalhes sobre as modificações no grupo de controle podem ser encontradas em Musacchio e Lazzarini (2014, p. 222-224).

Todas as partes concedem à Valepar o direito de preferência para a aquisição das ações que detiverem na Vale, e somente podem adquirir participação na Vale com autorização de votos equivalentes a ao menos 75% das ações dos controladores. Além disso, nenhum dos acionistas do grupo de controle pode vender sua participação a terceiro sem a oportunidade de preferência ou autorização dos demais. O acordo é válido por 20 anos a partir de 1997, sendo prorrogável por prazos sucessivos de dez anos a critério das partes envolvidas. As ações de controle estão divididas entre os acionistas de acordo com os percentuais indicados na Tabela 1. A BNDESPAR não consegue exercer veto sobre as decisões com a sua participação. As matérias qualificadas podem ser decididas em bloco pela Litel em conjunto com a Mitsui ou em conjunto com a Bradespar.

TABELA 1 – **CONTROLADORES DA VALE**

CONTROLADOR	% DE AÇÕES VINCULADAS
LITEL	51,3
BRADESPAR	17,28
MITSUI	15,26
BNDESPAR	9,83
ELETRON	0,02
<b>TOTAL</b>	<b>93,69%</b>

Fonte: CVM. Elaboração própria.

A relação entre o grupo de controle da Vale e o governo é ilustrada pelas circunstâncias que nortearam a modificação da presidência da companhia em 2009. Desde 2001, Roger Agnelli, economista e ex-CEO da Bradespar, era presidente da Vale, por eleições sucessivas. Sob sua administração, a empresa viveu um momento intenso de expansão internacional e mostrou bons resultados. Entretanto, ao final de 2008, em resposta à crise financeira internacional, aproximadamente 1.500 funcionários da Vale foram demitidos ao redor do mundo – o que ia de encontro à política de manutenção de emprego intensificada pelo governo do Partido dos Trabalhadores do período. Além disso, o presidente Lula já apresentava reticências em relação à administração de Agnelli, que não investira no setor siderúrgico nacional –



o que seria parte dos planos do Governo Federal para a Vale naquele momento —, além de não adquirir navios produzidos no Brasil para o transporte de carga. Os investidores da companhia já começavam a sinalizar seu receio diante da interferência governamental, e o próprio Agnelli fez declarações públicas no sentido de que as aspirações governamentais destoavam da missão da Vale de gerar resultado como companhia privada. O então presidente acabou substituído por Murilo Ferreira, executivo da Vale há 30 anos, que teria uma postura mais alinhada à do governo de Lula. A transição foi votada pelos conselheiros indicados pelo próprio grupo de controle, sem necessidade de uso da *golden share* por parte da União.<sup>74</sup>

As evidências apontadas no caso da Vale demonstram que a participação da BNDESPAR não é transitória — no sentido de ser um investimento de risco. A qualidade de acionista e os direitos associados à participação abrem veículo não apenas para o monitoramento do investimento, mas também para a intervenção governamental — ainda que se opere em parceria com outros atores, como os fundos de pensão.

Uso similar da participação societária ocorreu na Petrobras, exemplo de participação que iniciou ativa e não sinalizou perder essa característica no curto prazo (AA, Gráfico 2). No caso da Petrobras (empresa pública até hoje), a participação societária da BNDESPAR também foi instrumentalizada de maneira inesperada e ainda mais particular.

Quando da adesão do Brasil ao primeiro Acordo da Basileia, o Tesouro Nacional começou a realizar aumentos de capital no BNDES para viabilizar o atendimento dos índices de proteção.<sup>75</sup> Tais aumentos de capital foram integralizados com a entrega de ações de outras estatais tanto ao BNDES quanto à BNDESPAR.<sup>76</sup> Entre 2011 e 2012, ambos votaram nas assembleias especiais de acionistas minoritários e preferencialistas da Petrobras para eleição de membros do conselho de administração e do conselho fiscal. Naquele momento, os investidores prejudicados denunciaram o ocorrido à CVM, que instaurou procedimento administrativo para

...

<sup>74</sup> A transição da administração da Vale é narrada com maiores detalhes em Lazzarini (2011, p. 20-26) e Musacchio e Lazzarini (2014, p. 224-231). As embarcações brasileiras eram mais caras e não tinham a mesma capacidade das asiáticas — chinesas e sul-coreanas —, que foram adquiridas, para dar vazão à produção de minério de ferro em escala que pusesse a Vale em vantagem, em relação às empresas australianas, na exportação do produto para a China. Havia ainda investida do então bilionário Eike Batista, que se mostrou simpático à estratégia pretendida pelo Governo Federal para a Vale, realizando oferta de aquisição da participação da Bradespar no seu grupo de controle. Agnelli chegou a anunciar um plano de investimentos de 20 bilhões de reais em 2009 que incluía duas siderúrgicas no norte e no nordeste do país, mas, mesmo assim, sua situação se tornou precária na presidência da Vale.

<sup>75</sup> O Acordo da Basileia foi divulgado pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia em 1988 e incorporado pelo ordenamento brasileiro pela Resolução n. 2.099, de 17 de agosto de 1994. Essa resolução introduziu exigência de capital mínimo para as instituições financeiras, em função do grau de risco de suas operações ativas. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BASILEIA>>. Acesso em: 8 jul. 2016.

<sup>76</sup> Entrevista concedida por Durval Soledade (informação verbal, 2014).

a apuração do fato.<sup>77</sup> O BNDES, a BNDESPAR e o diretor financeiro da Petrobras, que presidia a mesa das assembleias, acabaram firmando termo de compromisso com a CVM, pelo qual pagaram multa, comprometendo-se tanto o banco quanto a subsidiária a não mais votar nas assembleias dos minoritários de companhias controladas pela União.

No mesmo processo administrativo, a CVM apurou igualmente a conduta da Previ, da Petros e da Funcef na qualidade de acionistas da Petrobras. Os fundos de pensão também votaram nas mesmas assembleias especiais de minoritários que o BNDES e a BNDESPAR. Já era pacífico na jurisprudência da CVM que essas entidades não podem votar em assembleias que discutam assuntos das suas patrocinadoras. A Petros, então, foi condenada à multa total de 800 mil reais, enquanto os demais fundos de pensão receberam, a princípio, somente advertências. A condenação foi ampliada à Previ e à Funcef após a apuração de que o Ministro da Fazenda havia indicado diretamente uma das candidaturas oficiais – objeto de deliberação na assembleia especial de minoritários.

Porém, foram encontradas 26 participações ativas de longo prazo (AA, Gráfico 2) na amostra e os dois casos anteriormente descritos são muito particulares.<sup>78</sup> A participação da BNDESPAR na JBS S.A. é uma melhor ilustração do que pode acontecer nos demais casos das colunas AA. A JBS é empresa do setor de alimentos, hoje líder mundial no setor de carnes. A participação da BNDESPAR ocorreu em 2007, mesmo ano em que a JBS se tornou uma companhia aberta, listada no Novo Mercado. Segundo o acordo de acionistas firmado com os controladores, a subsidiária detinha 13% do capital social da JBS em 2007. No acordo, foram estabelecidas prerrogativas de veto para a subsidiária nas deliberações da assembleia geral e do conselho de administração da companhia, devendo a BNDESPAR ser consultada antes que decisões sobre os limites de endividamento da empresa fossem tomadas nesses órgãos sociais. A depender do seu percentual de participação no capital social, a BNDESPAR pode indicar um ou dois membros ao conselho de administração, assim como um ao conselho fiscal, quando instalado. Além disso, pode requerer a criação de comitês consultivos para assuntos financeiros, de gestão de riscos e para reflexão sobre a política de sustentabilidade da companhia, cabendo-lhe a indicação de um membro para cada um deles, se criados. Não há estratégias de saída contratuais, ficando garantido o *tag along* de 100% imposto pelo regulamento de listagem do Novo Mercado.

...

<sup>77</sup> Trata-se do Processo Administrativo Sancionador CVM n. 11/2012. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141202\\_PAS\\_112012.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141202_PAS_112012.pdf)>. Acesso em: 8 jul. 2016.

<sup>78</sup> O ocorrido na Petrobras é mais característico do que pode acontecer quando a BNDESPAR ou o BNDES participam de sociedades de economia mista abertas controladas pela União. Na amostra, é o caso também da participação no Banco do Brasil S.A., no Banco do Nordeste do Brasil S.A. e na Eletrobrás.

O acordo de acionistas firmado tem prazo até 2019, perdendo sua validade se a subsidiária vier a deter menos de 10% do capital social até o final de 2014 — o que não se verificou — ou menos de 15% daí até o final da sua vigência. Nada impede, por outro lado, que o prazo do acordo seja repactuado. Verificou-se que a participação da subsidiária na companhia oscilou bastante ao longo dos anos, totalizando 24,59% do capital social da JBS ao final de 2014. O seu controle é exercido, em última instância, pelas famílias Batista e Bertin, por meio de algumas pessoas jurídicas interpostas.

O investimento na JBS ocorreu dentro de uma política pública mais vertical, articulada no âmbito da Política de Desenvolvimento Produtivo, lançada oficialmente pelo Governo Federal em 2008. A participação da BNDESPAR na empresa continuou aumentando após 2007, para que sua estratégia de internacionalização não fosse interrompida.

Outras empresas também apresentaram uma participação da BNDESPAR com caráter de longo prazo, para promover políticas públicas específicas, mas que acabaram atingindo o caráter de transição e chegando à fase passiva.

A Bematech, que é uma outra companhia com participação passiva originalmente ativa (coluna AP, Gráfico 1), recebeu o investimento da BNDESPAR em 1996, quando era uma *startup* do setor de comunicação e informática. Diretamente, e posteriormente mediante um fundo de investimento interposto, a subsidiária manteve forte monitoramento sobre as decisões da companhia. A Bematech iniciou um processo de internacionalização em 2001 e, atualmente, está entre as maiores multinacionais brasileiras.<sup>79</sup> O desinvestimento da BNDESPAR iniciou apenas em 2007, quando a companhia se tornou pública, com listagem no Novo Mercado, e foi finalizado em 2014. Como a internacionalização das empresas nacionais é parte do escopo do BNDES e das últimas políticas industriais lançadas pelo Governo Federal, acredita-se que o potencial de interferência societária da BNDESPAR influenciou a estratégia da Bematech nesse sentido.<sup>80</sup>

Já a América Latina Logística (ALL) e a Braskem, ambas situadas na coluna AA do Gráfico 2 e respectivamente nos setores de transporte ferroviário e petroquímico, mantêm participações ativas estáveis da BNDESPAR, sem indícios de transitoriedade em função da centralidade dos seus setores para a economia nacional.

...

<sup>79</sup> Ver o ranking das maiores multinacionais brasileiras elaborado anualmente pela Fundação Dom Cabral (FDC, 2016).

<sup>80</sup> As últimas políticas industriais lançadas pelo Governo Federal são a Política de Desenvolvimento Produtivo (Governo Lula) e o Plano Brasil Maior (Governo Dilma). Para uma análise detalhada das estratégias, resultados e governança dessas políticas ver, respectivamente, Coutinho et al. (2012), Almeida (2009) e Schapiro (2013).

## CONCLUSÃO

Considerando o modelo *in books* dos investimentos da BNDESPAR, a principal missão da subsidiária do BNDES no período atual seria entregar ao mercado de capitais companhias maduras. Diferentes políticas de industrialização e/ou de investimento podem ter dado origem à participação da BNDESPAR nessas empresas. Contudo, uma vez abertas, essas companhias deveriam ser entregues às forças de mercado.

O retrato “BNDESPAR *in action*” apresentado pela consolidação das suas carteiras entre 2011 e 2014 mostrou que isso é parcialmente verdade. É significativo o número de companhias que receberam participações originariamente passivas (coluna PP, Gráfico 1), assim como daquelas em que a BNDESPAR parece não mais fazer uso ostensivo das suas participações ativas após o ingresso no mercado de capitais (coluna AE, Gráfico 2 e coluna AP, Gráfico 1). Contudo, também são expressivas as companhias com evidências mais fortes de participação ativa efetiva da BNDESPAR mesmo sendo abertas para negociação pública (colunas AA e PA, Gráfico 2). A despeito dos resultados e das externalidades positivas que podem estar associados a tais investimentos, as companhias em que eles ocorreram certamente não estão entregues às forças do mercado. Isso oferece um espaço concreto para um ativismo estatal capaz de influenciar a estratégia de empresas privadas e públicas no Brasil, mostrando que o Estado dos anos 2000 ainda pode ser bastante desenvolvimentista. Pesquisas futuras teriam de se debruçar sobre a política por trás dessas participações societárias e sobre as conquistas das empresas que as receberam, para avaliar o sucesso desse ativismo estatal dos anos 2000.

Os achados deste artigo relacionam-se com a tese da persistência e são evidência do terceiro momento apontado na literatura em Direito e Desenvolvimento. O Direito tem seu papel, não há dúvida. Foram reformas na regulação do mercado de capitais que ampararam o processo de privatização e buscaram conformar no Brasil um ambiente mais seguro para os investidores minoritários. Todavia, esse papel não é necessariamente instrumental, pois as mesmas ferramentas societárias que privilegiam as transações de mercado também podem ser usadas por atores públicos, como a BNDESPAR, para interferir diretamente na governança corporativa em função das políticas de investimento governamentais. O retrato BNDESPAR *in action* apresenta um direito societário de caráter dinâmico, que serve para a intervenção governamental na substância, mesma medida em que é impulsionado pelos interesses dos investidores privados na sua forma.

De todo modo, por mais significativa que seja a presença da BNDESPAR no mercado de capitais brasileiro, e por mais fortes que sejam as evidências de que as companhias lá listadas por incentivo da subsidiária não necessariamente priorizam as transações de mercado, ficam algumas outras perguntas para o futuro.

As evidências já apontadas na literatura indicam que os fundos de pensão de funcionários públicos são tão centrais quanto a BNDESPAR na estrutura de propriedade das maiores empresas brasileiras, sendo também, por outros mecanismos, vulneráveis aos interesses de investimento do governo. Não se sabe, no entanto, se seus investimentos se estruturam em padrões



de participação societária com potencial de influência similar ao observado para a BNDEPAR. O mesmo questionamento fica em aberto para a capacidade de interferência societária obtida por outras empresas estatais que, a exemplo da subsidiária do BNDES, realizam investimentos como acionistas minoritárias no mercado de capitais.

Do ponto de vista da literatura em Direito e Desenvolvimento, o terceiro momento se funda em evidências de reformas legais com desdobramentos inesperados não apenas no Brasil, mas em toda a América Latina. Apesar da contribuição da literatura que analisa redes de proprietários no ambiente empresarial após processos de liberalização econômica, ainda existe espaço para investigação mais profunda sobre o papel substancial dos grandes investidores no âmbito da governança corporativa das companhias abertas no mercado de capitais do Brasil e da América Latina.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Mansueto. Desafios da real política industrial brasileira do século XXI. *Texto para discussão n. 1452*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília, 2009.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (BNDES). *Relatório Anual 1994*. Rio de Janeiro: BNDES, 1995.

BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. In: GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. *Convergence and persistence in corporate governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004. p. 69-113.

BERLE, Adolf A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan, 1932.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. Introdução. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo (org.). *Cinquenta anos de pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro: Record, 2000. p. 15-44.

BLACK, Bernard S. Shareholder passivity reexamined. *Michigan Law Review*, v. 89, p. 520-608, 1990.

BORGES, Luis Ferreira Xavier. O acordo de acionistas como instrumento da política de fomento do BNDES: O pólo de Camaçari. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 22, p. 55-92, dez. 2007.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Publicada em 25 jun. de 1976.



BROOKFIELD, Jon; CHANG, Sea-Ji; DRORI, Israel; ELLIS, Shmuel; LAZZARINI, Sérgio G.; SIEGEL, Jordan I.; BARDINA, Juan Pablo von Bernath. The small worlds of business groups: liberalization and network. In: KOGUT, Bruce. *The small worlds of corporate governance*. Cambridge: MIT Press, 2012. p. 77-116.

CAPORASO, James A. dependency theory: continuities and discontinuities in development studies. *International Organization*, v. 34, n. 2, p. 605-628, 1980.

CARDOSO, Fernando H.; FALETTO, Enzo. *Dependência e desenvolvimento na América Latina*. Rio de Janeiro: Editora Zahar, 1970.

CAROTHERS, Thomas. The problem of knowledge. In: CAROTHERS, Thomas. *Promoting the Rule of Law abroad: in search of knowledge*. Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 2006. p. 15-28.

COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos; NASSIF, André; OLIVA, Rafael. Industrial policy and economic transformation. In: SANTISO, Javier; DAYTON-JOHNSON, Jeff. *The Oxford Handbook of Latin America Political Economy*. New York: The Oxford University Press, 2012. p. 100-133.

DAVIS, Kevin E.; TREBILCOCK, Michael J. The relationship between law and development: optimists versus skeptics. *American Journal of Comparative Law*, v. 56, n. 4, p. 895-946, 2008.

EVANS, Peter. *Dependent development: the alliance of multinational, state, and local capital in Brazil*. Princeton: Princeton University, 1979.

\_\_\_\_\_. After dependency: recent studies of class, State, and industrialization. *Latin American Research Review*, v. 20, n. 2, p. 149-160, 1985.

EVANS, Peter. STEPHENS, John D., Studying development since the sixties: the emergence of a new comparative political economy. *Theory and Society*, v. 17, n. 1, p. 713-745, 1988.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL (FDC). *Ranking FDC das multinacionais brasileiras 2015*. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 2016.

FURTADO, Celso. *A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1973.

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the U.S., and the EU. *Stanford Law Review*, v. 63, p. 475-537, mar. 2011.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 29, p. 439-554, 2009.

HAMILTON, Nora. State autonomy and dependent capitalism in Latin America. *The British Journal of Sociology*, v. 32, n. 3, p. 305-329, 1981.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier R. The end of history for corporate law. In: GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. *Convergence and persistence in corporate governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004a. p. 33-68.

\_\_\_\_\_. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier R.; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTING, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. *The anatomy of corporate law*. New York: Oxford University Press, 2004b. p. 21-32.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

KHAN, Mushtaq. Governance and development: the perspective of growth-enhancing governance. In: *Diversity and complementarity in development aid: East Asian lessons for African growth*. Tokyo: GRIPS Development Forum/National Graduate Institute for Policy Studies, 2008. p. 107-152.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v. 58, p. 3-27, 2000.

\_\_\_\_\_. Law and finance. *The Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez. 1998.

LALL, Sanjaya. Is “dependency” a useful concept in analysing underdevelopment? *World Development*, v. 3, n. 11, p. 799-810, 1975.

LAZZARINI, Sérgio G. *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MACEDO, Ricardo Ferreira de. *Controle não societário*. São Paulo: Renovar, 2004.

MOURÃO, Julio Olimpio Fusaro. A integração competitiva e o planejamento estratégico no sistema BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v.1, n. 2, p. 3-26, dez. 1994.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sérgio G.. *Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond*. Cambridge: Harvard University Press, 2014.

NENOVA, Tatiana. Control value and changes in corporate law in Brazil. *Latin American Business Review*, v. 6, n. 3, p. 1-37, 2005.

NEVES, Andrea da Costa. Vicunha vai quitar dívida de R\$ 1,9 bi com o BNDES. *Jornais do Grupo de Estudos de Economia Industrial*. Departamento de Economia. Unesp/Fclar. 7 abr. 2005. Disponível em: <[http://geein.fclar.unesp.br/jornais\\_det.php?codigo=2994](http://geein.fclar.unesp.br/jornais_det.php?codigo=2994)>. Acesso em: 28 fevereiro 2014.

NORTH, Douglass C. Three approaches to the study of institutions. In: COLLANDER, David C. *Neoclassical political economy: the analysis of rent-seeking and DUP activities*. Cambridge: Ballinger Publishing Co, 1984. p. 33-40.

\_\_\_\_\_. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

\_\_\_\_\_. The new institutional economics and Third World development. In: HARRIS, John; HUNTER, Janet; LEWIS, Colin M. *The new institutional economics and Third World development*. London: Routledge, 1995. p. 17-26.

PALMA, Gabriel. Dependency: a formal theory of underdevelopment or a methodology for the analysis of concrete situations of underdevelopment? *World Development*, v. 6, n. 1, p. 881-924, 1978.

PAIVA, Márcia de. *BNDES: Um banco de história e do futuro*. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012.

PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. The corporate governance obsession. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, n. 470, 2015. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2491088](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2491088)>. Acesso em: 7 de março de 2015.

PINHEIRO, Armando Castelar; BONELLI, Regis; SCHNEIDER, Ben Ross. Pragmatic policy in Brazil: The political economy of incomplete market reform. *Texto para discussão n. 1035*, Ipea, Rio de Janeiro, 2004.

PISTOR, Katharina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislaw. Law and finance in transition economies. *Economics of Transition*, v. 8, n. 2, p. 325-368, 2000.

PRADO, Mariana M. What is law and development? *Revista Argentina de Teoría Jurídica*, v. 11, n. 1, p. 1-20, out. 2010.

PREBISCH, Raúl. *Dinâmica do desenvolvimento latino-americano*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1964.

PROCHNIK, Marta; MACHADO, Vivian. Fontes de recursos do BNDES 1995-2007. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, p. 3-34, jun. 2008.

RAVACHE, Leandro Alberto Torres; RAMOS, Luciana Holanda; BASTOS NETO, Walter Pereira. Fundos de investimento e a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de suas quotas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 37, p. 243-286, jun. 2012.

ROE, Mark J. Some differences in corporate structure in Germany, Japan and the United States. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 102, n. 8, p. 1927-2003, jun. 1993.

\_\_\_\_\_. *Strong managers, weak owners*. The political roots of America corporate finance. Princeton: Princeton University Press, 1994.

SANTANA, Maria Helena. *O novo mercado*. São Paulo: Bovespa, 2008.

SANTOS, Durval José Soledade. Debêntures: um instrumento moderno de aplicação e captação de recursos. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 35-54, dez. 2006.

SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia*. São Paulo: Saraiva, 2010.

\_\_\_\_\_. Ativismo estatal e industrialismo defensivo: instrumentos e capacidades na política industrial brasileira. *Texto para discussão n. 1856*, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília, 2013.

SCHAPIRO, Mario Gomes; TRUBEK, David M. Redescobrendo o Direito e Desenvolvimento: experimentalismo, pragmatismo democrático e diálogo horizontal. In: TRUBEK, David M.; SCHAPIRO, Mario Gomes (Org). *Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 27-70.

TAMANAHA, Brian Z. The lessons of law and development studies. *The American Journal of International Law*, v. 89, n. 2, p. 470-486, 1995.

\_\_\_\_\_. The primacy of society and the failures of law and development. *Cornell International Law Journal*, v. 44, n. 2, p. 209-247, mar. 2011.

TREBILCOCK, Michael. Between universalism and relativism: reflections on the evolution of law and development studies, *University of Toronto Law Journal*, v. 66, n. 3, p. 330-359, 2016.

TRUBEK, David M. Law and development: 40 years after scholars in self estrangement. *University of Toronto Law Journal*, v. 66, n. 3, p. 301-329, 2016.

TRUBEK, David M.; GALANTER, Marc. Scholars in self-estrangement: some reflections on the crisis of law and development studies in the United States. *Wisconsin Law Review*, p. 1062-1103, 1974.

TRUBEK, David M.; SANTOS, Alvaro. Introduction: the third moment in law and development theory and the emergence of a new critical practice. In: TRUBEK, David; SANTOS, Alvaro. *The new law and economic development: a critical appraisal*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006. p. 1-18.

TRUBEK, David M.; GARCIA, Helena A.; COUTINHO, Diogo R.; SANTOS, Alvaro (eds.). *Law and the new developmental state: the Brazilian experience in Latin American context*. Cambridge: Cambridge University Press, 2014.

VELASCO JR., Licínio. Documento histórico – a privatização no Sistema BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 33, p. 307-382, jun. 2010.

WILLIAMSON, Oliver. *The economic institutions of capitalism – firms, markets, relational contracting*. New York: Free Press, 1985.

\_\_\_\_\_. Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 3, 1988.

\_\_\_\_\_. Transaction cost economics and organization theory. In: SMELSER, Neil; SWEDBERG, Richard. *The Handbook of Economic Sociology*. Princeton: Princeton University Press, 1994.

## Entrevistas

DETAL, Fulano (maio 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. São Paulo, 2014. 1 arquivo .m4a (10:11 min.) (Funcionário da CSN).

SOUTO, Luiz. (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. Rio de Janeiro, 2014. 2 arquivos .m4a (12:50 min.) (30:49 min.) (Superintendente da Área de Capital Empreendedor do BNDES).

MELO, Caio. (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. Rio de Janeiro, 2014. 1 arquivo .m4a (1:11:49 min.) (Superintendente da Área de Mercado de Capitais do BNDES).



RAVACHE, Leandro (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. Rio de Janeiro, 2014. Sem áudio. (Gerente Jurídico da Área de Capital Empreendedor do BNDES).

SOLEDADE, Durval (set. 2014). Entrevistador: Sarah Morganna Matos Marinho. Rio de Janeiro, 2014. 1 arquivo .m4a (1:22:15 min.) (Advogado aposentado do BNDES).

*Sarah M. Matos Marinho*

DOUTORANDA EM DIREITO PELA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO.  
CANDIDATA AO TÍTULO DE LLM/SJD NA UNIVERSIDADE DE WISCONSIN-  
-MADISON. MESTRE EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO PELA ESCOLA DE  
DIREITO DE SÃO PAULO DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS.

*sarah.momm@gmail.com*